

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty firmy v odvětví stavebního průmyslu

Valuation of the company in the building industry sector

Student:

Bc. Petra Sovadinová

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Petra Sovadinová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: Stanovení hodnoty firmy v odvětví stavebního průmyslu
Valuation of the company in the building industry sector

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Popis metod oceňování podniku
 3. Charakteristika firmy a odvětví
 4. Analýza a ocenění společnosti
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
MARÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

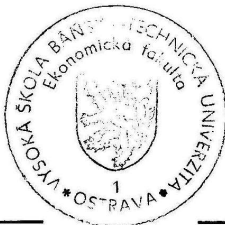
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Děkuji tímto vedoucímu diplomové práce Ing. Miroslavu Čulíkovi, Ph.D. za jeho cenné rady a kritické připomínky, které mi byly přínosem při zpracování této diplomové práce.

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně příloh vypracovala samostatně, s použitím uvedené literatury.

V Ostravě dne 30. 4. 2010

.....
Bc. Petra Sovadinová

Obsah

1 Úvod	4
2 Popis metod oceňování podniku	6
2.1 Podnik jako předmět ocenění	6
2.2 Hladina a hodnota podniku	7
2.2.1 Tržní hodnota	8
2.2.2 Subjektivní hodnota.....	9
2.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	9
2.2.4 Kolínská škola	10
2.3 Důvody pro ocenění podniku	11
2.4 Faktor času a rizika	11
2.4.1 Faktor času	12
2.4.2 Faktor rizika	12
2.5 Postup při ocenění podniku	13
2.5.1 Sběr vstupních dat	13
2.5.2 Analýza dat.....	14
2.5.2.1 Strategická analýza.....	14
2.5.2.2 Finanční analýza.....	17
2.5.2.2.1 Ukazatele rentability	18
2.5.2.2.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti	20
2.5.2.2.3 Ukazatele aktivity.....	22
2.5.2.2.4 Ukazatele likvidity	23
2.5.3 Finanční plán	24
2.5.4 Ocenění podniku	25
2.5.5 Metody oceňování	25
2.5.5.1 Výnosové metody.....	26
2.5.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků.....	27
2.5.5.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků.....	29
2.5.5.2 Majetkové metody.....	29
2.5.5.2.1 Metoda likvidační hodnoty.....	29
2.5.5.2.2 Účetní metoda	30
2.5.5.2.3 Substanční hodnota	30
2.5.5.3 Kombinované metody	30
2.5.5.4 Komparativní metody.....	31
2.5.5.5 Fázové metody	32
2.5.5.5.1 Jednofázová metoda - perpetuita.....	32
2.5.5.5.2 Dvoufázová metoda.....	32
2.5.5.5.3 Vícefázové metody.....	33
2.6 Vymezení volných finančních toků.....	34
2.6.1 Volné finanční toky pro vlastníky	34
2.6.2 Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele	34
2.7 Náklady kapitálu	35
2.7.1 Náklady na celkový kapitál	35
2.7.2 Náklady na cizí kapitál	36
2.7.3 Náklady na vlastní kapitál	36
2.7.3.1 Stavebnicový model	37
2.8 Metoda ocenění - Ekonomická přidaná hodnota.....	39

2.8.1 Základní výpočet ukazatele	40
2.8.2 Úprava čistých operačních aktiv - NOA	41
2.8.2.1 Neoperační aktiva	42
2.8.2.2 Operační aktiva nevykázaná v účetnictví	43
2.8.2.3 Neúročený cizí kapitál	43
2.8.3 Úprava operačního výsledku hospodaření – NOPAT	44
2.8.4 EVA jako nástroj ocenění	45
2.8.4.1 EVA-Entity	45
2.8.4.2 EVA-Equity	46
2.8.4.3 EVA APV	46
2.8.5 Zhodnocení metody EVA pro ocenění podniku	47
3 Charakteristika firmy a odvětví	48
3.1 Charakteristika společnosti Metrostav a.s.	48
3.1.1 Historický vývoj společnosti	49
3.1.2 Skupina DDM Group	50
3.1.3 Organizační struktura	51
3.1.4 Obory působnosti	53
3.2 Stavebnictví	53
3.2.1 Charakteristika stavebního průmyslu v České republice	53
3.2.2 Vývoj stavebního průmyslu v ČR v letech 2003 – 2008	55
3.3 SWOT analýza podniku	57
3.4 Strategická analýza	61
3.4.1 Analýza makroprostředí	61
3.4.2 Analýza mikroprostředí	66
3.4.2.1 Konkurence	66
3.5 Relevantní trh	69
4 Analýza a ocenění společnosti	70
4.1 Finanční analýza	70
4.1.1 Ukazatele rentability	70
4.1.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti	73
4.1.3 Ukazatele aktivity	75
4.1.4 Ukazatele likvidity	78
4.2 Návrh finančního plánu	79
4.2.1 Plán rozvahy	80
4.2.1.1 Dlouhodobá aktiva	80
4.2.1.2 Oběžná aktiva	83
4.2.1.3 Přejídné účty aktiv	87
4.2.1.4 Souhrnný plán aktiv	88
4.2.1.5 Vlastní kapitál	89
4.2.1.6 Cizí zdroje	90
4.2.1.7 Přejídné účty pasiv	94
4.2.1.8 Souhrnný plán pasiv	95
4.2.2 Plán výkazu zisku a ztráty	95
4.2.2.1 Obchodní marže	96
4.2.2.2 Přidaná hodnota	96
4.2.2.3 Osobní náklady	100
4.2.2.4 Ostatní položky provozního výsledku hospodaření	101
4.2.2.5 Provozní výsledek hospodaření	102
4.2.2.6 Ostatní položky finančního výsledku hospodaření	103

4.2.2.7 Finanční výsledek hospodaření	104
4.2.2.8 Daň z příjmů za běžnou činnost	104
4.2.2.9 Výsledek hospodaření běžného účetního období	105
4.3 Ocenění podniku metodou DCF-Entity	106
4.3.1 Stanovení FCFF	106
4.3.2 Stanovení nákladů kapitálu	108
4.3.3 Stanovení hodnoty společnosti	110
4.4 Ocenění podniku metodou DCF-Equity	111
4.4.1 Stanovení FCFE	111
4.4.2 Stanovení nákladů kapitálu	112
4.4.3 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti	113
4.5 Ocenění podniku metodou EVA-Entity	114
4.5.1 Propočet čistých operačních aktiv	114
4.5.2 Propočet operačního výsledku hospodaření	114
4.5.3 Propočet roční ekonomické přidané hodnoty	115
4.5.3 Ocenění vlastního kapitálu podniku na základě EVA-Entity	116
4.6 Ocenění podniku metodou EVA-Equity	117
4.6.1 Propočet roční ekonomické přidané hodnoty	117
4.6.2 Ocenění vlastního kapitálu podniku na základě EVA-Equity	118
4.7 Výsledná komparace a interpretace metod	119
5 Závěr	122
Seznam použité literatury	124
Seznam zkratk a symbolů	
Seznam příloh	

1 Úvod

V posledních několika letech dochází k výraznému ovlivňování podnikové sféry nejrůznějšími jevy, kterými jsou například globalizační trendy, otevírání nových trhů a s tím související příliv konkurence ze zahraničí, fúze či akvizice firem a další. Veškeré podniky, a tedy i podniky v České republice, se snaží na tyto nové situace reagovat a čelit jim, což má velký vliv rovněž na oblast oceňování podniku. V rámci České republiky pak ještě samotné ocenění nabylo na významu v období transformace ekonomiky, která proběhla v nedávné minulosti a která měla význam z hlediska ocenění coby transformace vlastnických vztahů.

S pádem komunistického režimu v ČR vyvstala nutnost využití nových způsobů oceňování, tzn., začalo se upouštět od účetních přístupů a vznikla potřeba znát i tržní hodnotu jednotlivých podniků. Právě potřeba potenciálních investorů a věřitelů znát tuto tržní hodnotu sehrála velmi důležitou roli při privatizacích státních podniků, kdy vyšlo najevo, že tato oblast není v ekonomické teorii dostatečně upravena. Ovšem ani v současnosti neustoupila problematika oceňování do pozadí, ba právě naopak. Je to dáno zejména výše zmíněnou celosvětovou globalizací a dalšími jevy, kterým musejí podniky dnes a denně čelit.

Stanovení hodnoty podniku je velmi důležité, neboť jeho výsledek může sloužit ke správnému řízení firmy a také ke strategickým rozhodnutím managementu. Na výslednou hodnotu podniku má vliv celá řada faktorů, mezi které patří rozsah a kvalita dostupných údajů, časový horizont či zvolená metoda. Nejdůležitější ovšem je uvědomit si, za jakým účelem je oceňování prováděno. Právě správně zvolená metoda ocenění má velký vliv na to, zda bude naplněn cíl oceňování.

Cílem diplomové práce je posoudit jak finanční, tak ekonomickou situaci společnosti Metrostav a.s. a stanovit její tržní hodnotu k 1. lednu 2009 prostřednictvím vybraných metod, kterými jsou metody diskontovaných peněžních toků *DCF-Entity* a *DCF-Equity* a metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA*, rovněž v provedení *Entity* a *Equity*.

Pro všechny metody bude v práci využita třífázová varianta, kdy se předpokládá, že první fáze bude trvat čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze od osmého roku do nekonečna. Důvodem pro ocenění společnosti je skutečnost, že společnost v budoucnu uvažuje o využití bankovního úvěru k obnově svého dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku.

Diplomová práce je rozčleněna do tří kapitol.

První kapitola je zaměřena na obecné základy oceňování podniku, a dále na jednotlivé metody, které mohou být k oceňování využity. Její součástí je rovněž popis postupu při

ocenění podniku, kam patří zejména sběr vstupních dat, strategická analýza, metodologie finanční analýzy a finančního plánu.

Druhá kapitola práce je zaměřena na základní charakteristiku oceňované společnosti. Účelem je nejen představit společnost, tzn. její historický vývoj a základní profil, ale i analyzovat pomocí *SWOT* analýzy její silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení. Dále je zde popsáno odvětví, ve kterém společnost působí a jeho specifické charakteristiky. Součástí kapitoly je rovněž analýza makroprostředí a mikroprostředí.

Třetí kapitola je věnována samotnému procesu ocenění společnosti Metrostav a.s. pomocí vybraných metod ocenění a jejich vzájemné komparaci. Její nedílnou součástí je finanční analýza a dlouhodobý finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Finanční plán je sestaven na období let 2009 – 2016.

2 Popis metod oceňování podniku

Oceňování podniku spadá do oblasti finančního řízení firem a tvoří jednu z jeho velmi významných oblastí. Lze ho však zjednodušeně považovat i za službu, kterou si zákazník objednává, jelikož mu přináší v danou chvíli jakýsi užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednavatele a cílů, kterým má sloužit. Proto se oceňování provádí z nejrůznějších důvodů.

Základním krokem ocenění jakéhokoli podniku je nutnost porozumět tomu, co znamená samotný pojem podnik a také, co je to hodnota podniku a jaké se rozlišují hladiny a kategorie hodnoty. Všechny tyto pojmy jsou velmi důležitým předpokladem pro použití jednotlivých metod oceňování.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Pojem podnik je jednotlivými autory vymezován různě. Nejčastěji lze narazit na definici uváděnou v obchodním zákoníku, který v § 5, odst. 1 říká, že „*podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku rovněž náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“¹. Jelikož je podnik brán jako věc hromadná, nejde o ocenění společnosti jako právního subjektu, ale pouze o ocenění podniku jako souhrnu věcí, práv a jiných majetkových hodnot.

Na podnik je nutné pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek², jehož funkce je rovněž definována v obchodním zákoníku, který v § 2, odst. 1 říká, že „*podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku*“³. Z tohoto vyplývá, že podnik je podnikem pouze v případě, když plní svou základní funkci, tj. dosahování zisku. Právě to je důvodem, že nejvyužívanějšími metodami pro ocenění podniku jsou výnosové metody.

Existují samozřejmě i jiné definice podniku, ovšem výše uvedenou definici lze, z hlediska oceňovatelů, považovat za nejvýznamnější.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odst. 1.

² Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 16.

³ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 2, odst. 1.

2.2 Hladina a hodnota podniku

Podnik může být oceňován na dvou základních hladinách, kterými jsou hodnota brutto a hodnota netto. Hodnota brutto představuje hodnotu podniku jako celku, tzn. jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Hodnota netto pak představuje pouze hodnotu na úrovni vlastníků podniku. Definice obou hodnot jsou rovněž součástí Obchodního zákoníku.

Pro brutto hodnotu zákoník využívá v § 6, odst. 1 pojmu obchodní majetek a říká: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“⁴ Vedle obchodního majetku je v zákoníku navíc definováno i obchodní jmění, jež je souborem obchodního majetku a závazků podnikatele.

Pro netto hodnotu zákoník využívá pojmu čistý obchodní majetek v § 6, odst. 3, který říká, že „*čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou*“⁵.

Dalšími velice důležitými pojmy, které je potřeba rozlišovat, jsou cena a hodnota. *Cenou* se rozumí konkrétní požadovaná, nabízená nebo zaplacená částka za zboží či službu v daném místě a čase; v tomto případě je to částka za podnik. Na cenu má vliv velká řada faktorů, mezi které lze zařadit například psychologické faktory či působení nabídky a poptávky. *Hodnotou* se pak rozumí částka bez ohledu na jakékoli okolnosti nákupu a prodeje, tzn., jedná se o částku, okolo které by se měla cena pohybovat. Nejde tedy o skutečnost, ale pouze o odhad pravděpodobné ceny, která by měla být za podnik zaplacená. Často se jedná o tzv. objektivizovanou hodnotu (viz dále).

Na výslednou hodnotu podniků má vliv řada faktorů, mezi které lze zařadit například rozsah a kvalitu vstupních údajů či použitou metodu. Výsledkem ocenění tedy není jediná hodnota, ale spíše interval hodnot, v rámci kterého by se měla pohybovat skutečná cena podniku.

Hodnotu lze rozčlenit do čtyř základních kategorií, tj. existují čtyři přístupy k oceňování podniku:

- 1) tržní hodnota,

⁴ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 1.

⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 3.

- 2) subjektivní hodnota,
- 3) objektivizovaná hodnota,
- 4) komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.2.1 Tržní hodnota

V případě tržní hodnoty se předpokládá, že existuje trh, na němž se obchoduje s podniky, popř. s podíly na vlastním kapitálu těchto podniků. Na tomto trhu pak dochází ke střetávání několika prodávajících a několika kupujících, čímž se tvoří tržní cena. Tržní hodnota představuje potenciální tržní cenu, která je předmětem odhadu.

Definicí tržní hodnoty se zabývají především Mezinárodní oceňovací standardy, tj. International Valuation Standards (IVS), které tržní hodnotu definují následovně: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“⁶ Zmíněné mezinárodní standardy uvádějí i jiné vyjádření tržní hodnoty, kdy ji chápou jako hodnotu aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících dat.⁷

Přestože je tržní hodnota potenciální cenou, která vzniká na trhu střetnutím nabídky a poptávky, nemusí být odvozená z cen daného aktiva na trhu. Je možné ji zjistit pomocí nejrůznějších metod s podmínkou, že finanční plán musí být postaven na názorech trhu, tzn. na názorech, které jsou obecně platné. Stejně tak musí z tržních dat vycházet i diskontní míra.

Tato hodnota není v praxi často využívána, jelikož není jednoznačná ani zcela objektivní. Jde pouze o odhad ceny, přičemž důležitým předpokladem je fungující trh. V případě, že je totiž trh jakkoli omezený, je nutné, aby znalec, jenž podnik oceňuje, doplňoval chybějící údaje trhu svými odbornými odhady, které nemusí odpovídat reálnému trhu. Dalším problémem této hodnoty je, že ji lze využít pouze v případě velkých firem, které veřejně obchodují se svými akciemi. Měla by se využívat zejména při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku v případě, kdy není znám konkrétní kupující a vlastník chce znát alespoň přibližnou částku, za kterou by mohl podnik prodat.

⁶ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 22.

⁷ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 24.

2.2.2 Subjektivní hodnota

Pojem subjektivní hodnota se využívá při ocenění z pohledu konkrétního subjektu, kterým může být například kupující, prodávající či současný vlastník. Stejně jako v případě tržní hodnoty, je i subjektivní hodnota definována v Mezinárodních oceňovacích standardech, kde je však označována jako tzv. investiční hodnota. Standard říká, že: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“⁸

Hlavním rysem této hodnoty je skutečnost, že je dána subjektivními názory a představami subjektu, z jehož pohledu je využívána. Výhodou této hodnoty je ale fakt, že pro její určení není potřeba využívat služby profesionálních odhadců, neboť je často finančně vzdělanější subjekt schopen si tuto hodnotu vypočítat sám.

Subjektivní hodnota se nejčastěji využívá v situacích, kdy se jedná o koupi a prodeji podniku (tzn., subjekt chce zjistit, je-li pro něj transakce výhodná či nikoli), popř. při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Pro určení objektivizované hodnoty je často zapotřebí využít služeb profesionálního odhadce, na rozdíl od hodnoty subjektivní. Jelikož se odborníci shodli, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, začala se používat právě objektivizovaná hodnota. Její definicí se zabývá německý oceňovací standard *IDW S1*, který je určený speciálně pro potřeby oceňování podniků. Definice má tuto podobu: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu,*

⁸ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 26.

při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku“.⁹

Základem této hodnoty je, že by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím stanovení by se měly dodržovat určité zásady a požadavky. Jednou z těchto zásad je například to, aby metoda ocenění byla jasná a jednoznačná, tzn. ostatní subjekty, které budou podnik oceňovat, by měly bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými, popřípadě velmi podobnými výsledky.

Objektivizovaná hodnota se v praxi využívá nejčastěji v případech, kterými jsou poskytování úvěru nebo zjišťování současné reálné bonity podniku.

2.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji, jelikož subjektivní hodnota je považována za východisko ocenění většiny podniků. V rámci této školy se rozlišuje několik základních funkcí oceňování, mezi které řadíme funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Tyto funkce se rozlišují především proto, že Kolínská škola tvrdí, že ocenění má smysl modifikovat pouze v závislosti na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.¹⁰

Cílem **daňové funkce** je poskytnout podklady pro daňové účely; v případě **komunikační funkce** je to poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností. Nejdůležitější je **funkce poradenská**, jejímž úkolem je poskytnout kupujícímu informace o maximální a minimální ceně. Jde v ní tedy o oceňování tzv. hraničních hodnot, v rámci nichž by se měla cena pohybovat. Další je **funkce rozhodčí**, která představuje výkon funkce nezávislého rozhodčího (tj. oceňovatele), který by měl alespoň odhadnout hraniční hodnoty obou účastníků a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci tohoto rozmezí. Poslední je **funkce argumentační**, v rámci které oceňovatel hledá argumenty k tomu, aby zlepšil při vyjednávání pozici dané strany.

Komplexní přístup na základě Kolínské školy se využívá zejména při podstatných podnikových transformacích, ale je možné ji využít i v případě prodeje podniku.

⁹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 27.

¹⁰ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 30.

2.3 Důvody pro ocenění podniku

Důvody pro ocenění podniku vycházejí především ze skutečnosti, že ocenění je považováno za službu, kterou si zákazník objednává, aby mu přinesla určitý užitek podle jeho konkrétních potřeb. Z tohoto důvodu se rozlišuje ocenění vycházející z různých podnětů či sloužící k různým účelům. Základním rozlišením důvodů je, zda ocenění souvisí nebo nesouvisí se změnou vlastnictví podniku.

Důvody ocenění vedoucí ke změně vlastnictví podniku tvoří například koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, ocenění v souvislosti s fúzí, s rozdělením společnosti nebo přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu. Mezi důvody, jež nevedou ke změně vlastnictví, patří například změna právní formy podnikání, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru či v souvislosti se sanací podniku. Dalšími, dříve neuvedenými důvody, mohou být například uvedení společnosti na burzu, restrukturalizace podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty, hodnocení reálné bonity podniku či placení různých daní.

Ve všech případech je ale nutné, aby součástí každého ocenění bylo jasné stanovení, z jakého podnětu ocenění vzešlo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a především, k jakému datu je ocenění uskutečněno.

2.4 Faktor času a rizika

Jak faktor času, tak i faktor rizika hrají při oceňování významnou úlohu, a to zejména prostřednictvím diskontní míry. Diskontní míra je nástroj, pomocí něhož se do hodnoty podniku promítají právě oba tyto faktory. Pojem diskontní míra je používán v anglosaské literatuře. V literatuře německé je možné se setkat spíše s výrazem kalkulovaná úroková míra. Americká společnost odhadců vymezuje pojem diskontní míra na základě funkcí, které by měla plnit, a je dle nich¹¹:

- mírou výnosnosti užívanou pro přepočet peněžní částky, která má být vydána či přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky, nebo
- mírou výnosnosti očekávanou investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

¹¹ Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 47.

2.4.1 Faktor času

Hodnota aktiv se v teorii vymezuje jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou jeho držiteli. Tato definice je platná i pro podnik jako celek, nejen pro jednotlivá aktiva. V případě faktoru času hovoříme o tzv. časové hodnotě peněz, která říká, že příjem získaný v současnosti má větší význam, než příjem získaný v budoucnu, neboť současný příjem je možné investovat, čímž lze dosáhnout dalšího výnosu.

Díky této skutečnosti je nutné při oceňování vždy přepočítat budoucí příjmy na jejich hodnotu platnou k datu ocenění. Teprve tyto současné hodnoty je možné sčítat.

2.4.2 Faktor rizika

Pro výslednou hodnotu je důležitý nejen faktor času, ale také pravděpodobnost, s jakou dané částky mohou nastat. Faktor rizika lze vyjádřit tak, že hodnota aktiva bude vyšší, jsou-li očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak nižší, čím vyšší riziko je při jejich získání podstoupeno. Základní rozdělení rizika je na riziko finanční a obchodní, a dále na riziko systematické a nesystematické.

Obchodní riziko je dáno zejména proměnlivostí prodeje (tj. prodejním rizikem) a také provozním rizikem. Prodejní riziko vzniká z možnosti, že zisk, který je očekáván, nebude dosažen, popřípadě bude překonán, a to v závislosti na vývoji trhu. Provozní riziko je pak dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech. Je ovlivňováno zejména provozní pákou. **Finanční riziko** závisí na velikosti fixních finančních nákladů, kterými jsou především nákladové úroky, leasingové splátky, dividendy z prioritních akcií apod.

Členění rizika na systematické a nesystematické souvisí zejména s investicemi na kapitálovém trhu a nabývá významu zejména v případě tržního oceňování. Předpokladem tohoto rozdělení je, že investoři na kapitálovém trhu investují do více cenných papírů a vytvářejí tak jejich portfolia. Vytvořením portfolia totiž dochází k diverzifikaci rizika a podstupované riziko je tak nižší, než kdyby investor investoval zvlášť do každého cenného papíru, který je součástí portfolia. Avšak každé portfolio je spojeno s určitým rizikem, které nelze vyloučit. Toto riziko se označuje jako **systematické** neboli **tržní riziko** a je vyvoláváno faktory, které ovlivňují celý kapitálový trh. Těmito faktory může být například vývoj hrubého domácího produktu, cenové hladiny apod. Naopak riziko, které lze eliminovat vytvořením portfolia, se označuje jako **nesystematické** neboli **jedinečné riziko**. Toto riziko je

vyvoláváno faktory, které ovlivňují pouze daný podnik a jsou pro něj specifické. Těmito faktory mohou být například chyby vedení podniku apod.

2.5 Postup při ocenění podniku

Postup při oceňování podniků závisí na několika různých podmínkách, tzn. například na důvodu ocenění, zvolené metodě, dostupných datech atd. Obecně je však postup shrnut do čtyř základních kroků, kterými jsou sběr vstupních dat, následná analýza těchto dat, sestavení finančního plánu a posledním krokem je provedení samotného ocenění.

Někteří autoři pak do postupu ocenění započítávají i další kroky, například vymezení zadání práce, vytvoření pracovního týmu a plánu práce, syntéza výsledků a formulace závěru.

2.5.1 Sběr vstupních dat

V první fázi oceňování je nutné sesbírat veškerá potřebná a dostupná data. Tato data lze rozdělit do několika skupin:¹²

- 1) **základní data o podniku** (tj. název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, historické údaje apod.)
- 2) **ekonomická data** (tj. účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditora či podnikové plány, existují-li takové)
- 3) **relevantní trh** (tj. vymezení trhu, na kterém oceňovaný podnik působí, včetně velikosti a vývoje tohoto trhu)
- 4) **konkurenční struktura relevantního trhu** (tj. hlavní přímí konkurenti podniku a jejich údaje, možné substituty produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví a další)
- 5) **odbyt a marketing** (tj. data o struktuře výrobků, odběratelů, o hlavních produktech i cenách za ně včetně jejich srovnání s konkurencí, reklama, výzkum a vývoj atd.)
- 6) **výroba a dodavatelé** (tj. řízení kvality, získané certifikáty kvality, charakter výroby, výrobní kapacity podniku a jejich využívání, stav dlouhodobého majetku, struktura dodávek a dodavatelů, logistika apod.)

¹² Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 54-56.

- 7) **pracovníci** (tj. struktura pracovníků, situace na trhu práce, produktivita práce v podniku včetně srovnání s konkurencí a další)

2.5.2 Analýza dat

V rámci analýzy dat je nejdůležitější provedení strategické a finanční analýzy, které by měly být provedeny při oceňování v každém případě. Dalšími kroky v rámci analýzy dat mohou být i například rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná či analýza a prognóza generátorů hodnoty. V případě druhých dvou zmíněných bodů analýzy není vždy nutné jejich provedení, ale považuje se za vhodné je provést v případě, umožňují-li to dostupné informace o podniku.

2.5.2.1 Strategická analýza

Strategická analýza je nedílnou součástí oceňování podniku a lze ji označit také za klíčovou fázi celého procesu. Jejím úkolem je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, jenž je předmětem ocenění, tzn. potenciál jak vnitřní, tak i vnější. Vnější potenciál zahrnuje příležitosti a ohrožení, kterým je podnik vystaven a které jsou dány trhem, na kterém se podnik vyskytuje. Vnitřní potenciál zase říká, do jaké míry je podnik schopen čelit vnějšímu prostředí, popřípadě do jaké míry je schopen využívat šance dané tímto prostředím. Jde tedy o analýzu slabých a silných stránek. Jak je zřejmé, základem strategické analýzy je tzv. **SWOT analýza**.

SWOT analýza byla vyvinuta Albertem Humphreym a umožňuje identifikovat silné (anglicky **Strengths**) a slabé (anglicky **Weaknesses**) stránky podniku, a také jeho příležitosti (anglicky **Opportunities**) a hrozby (anglicky **Threats**) ve vztahu k okolí, v jakém se analyzovaný podnik pohybuje. Je součástí strategického plánování společnosti. Základ metody spočívá v klasifikaci a ohodnocení jednotlivých faktorů, které jsou rozděleny do 4 výše uvedených základních skupin. Vzájemnou interakcí faktorů silných a slabých stránek na jedné straně vůči příležitostem a nebezpečím na straně druhé lze získat nové kvalitativní informace, které charakterizují a hodnotí úroveň jejich vzájemného střetu.

Důležitou součástí strategické analýzy je rovněž analýza makroprostředí a mikroprostředí podniku. V **mikroprostředí** rozlišujeme vnitřní a vnější vlivy, které působí na marketingové rozhodnutí, a tím ovlivňují celý podnik. **Vnitřní vlivy** jsou představovány třemi základními funkcemi, typickými právě pro mikroprostředí. Jedná se o funkce:

- 1) **komunikativní**, které plní svou funkci při styku se zákazníky prostřednictvím nástrojů marketingu, tzn., informuje zákazníky o výrobcích, jejich vlastnostech a také o službách spojených s prodejem a distribucí těchto výrobků; dále všechny tyto informace, které slouží jako podklad pro strategické plánování podniku, přenášejí zpětně od zákazníků do podniků (např. náměty, připomínky, přání atd.),
- 2) **koordinační**, které slouží oddělení marketingu - které sleduje trh, analyzuje jej a hledá pro podnik nové šance k úspěchu - jako prostředek komunikace mezi firmou a jejími zákazníky,
- 3) **analytická**, jejímž cílem je shromažďování a analyzování faktorů působících v okolí podniku a ovlivňujících jeho aktivity, dále předání těchto informací vedení podniku a nakonec, na základě provedených analýz, rozhodnutí o cílech, předmětu podnikání a strategii podniku v dalších obdobích.

Vnější vlivy představuje řada subjektů, se kterými se podnik dostává do kontaktu. Mezi tyto subjekty patří především konkurence, partnerské firmy, zákazníci a veřejnost.

Konkurenci je možné částečně ovlivňovat. Síla ovlivnění je dána zejména možnostmi a zdroji firmy, jako jsou např. výrobní kapacita, dostupná technologie apod. *Partnerské firmy* se podílejí na aktivitách podniku nejrozličnějšími způsoby, ale nejsou jejími konkurenty. Mezi partnerské firmy se řadí dodavatelé, jež prodávají produkty či nabízejí služby, které daný podnik potřebuje pro splnění svých cílů, dále jsou to finanční instituce, zprostředkovatelé (tj. právnické osoby či fyzické osoby, které vyhledávají za provizi zákazníky a projednávají možnosti prodeje, ale sami zboží nekupují), firmy zajišťující marketingové služby (např. reklamní agentury, poradenské firmy, firmy zajišťující marketingové výzkumy apod.), firmy zabývající se skladováním zboží, dopravci a mnoho dalších.

Zákazníkem mohou být domácnosti (trh se spotřebním zbožím), firmy (průmyslový trh), ale také stát. Základní činností většiny podniků je orientace právě na příslušného zákazníka. *Veřejností* rozumíme určitou skupinu lidí, kteří ovlivňují chování podniku, jeho cíle a samozřejmě plnění těchto cílů. Veřejností mohou být různé místní komunity, zájmové skupiny, sdělovací prostředky, široká veřejnost a rovněž zaměstnanci podniku. Místní komunity (tj. obyvatelé bydlící v určité oblasti, včetně organizací a úřadů v ní působících) svým chováním mohou ovlivňovat podnik kladně nebo záporně podle toho, jak podnik na veřejnosti vystupuje, tzn. např., zda nabízí práci, dodržuje ekologické normy apod. Pod pojmem zájmové skupiny je možné si představit občany prosazující stejné společenské zájmy. V případě zaměstnanců podniku velmi záleží na jejich vztahu k firmě, jelikož svým postojem

mohou firmu reprezentovat buďto vhodně nebo naopak nevhodně. Široká veřejnost pak nevystupuje vůči podniku organizovaně, avšak představuje celkový pohled veřejnosti na postavení podniku ve společnosti.

Při analýze mikroprostředí je rovněž nutné zaměřit se na základní charakteristiky odvětví a prognózu budoucího vývoje odvětví. Mezi základní charakteristické znaky odvětví patří citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu, míra státní regulace a struktura odvětví. Některá odvětví kopírují vývoj hospodářského cyklu, tj. procyklická odvětví, některá se vyvíjejí protisměrně, tj. kontracyklická odvětví, a některá jsou na hospodářském cyklu zcela nezávislá, tj. acyklická odvětví. Státní regulace může mít nejrůznější podoby, tzn., stát může pomocí zákonů a vyhlášek velmi výrazně ovlivňovat podnikatelské prostředí v odvětví, např. regulace cen v podobě stanovení cenových stropů, vytvoření překážek vstupu do odvětví prostřednictvím udělování státních licencí, poskytování dotací ze státního rozpočtu apod. Třetím znakem je struktura odvětví, která je součástí odvětvové analýzy, zejména pak analýza konkurence.

Makroprostředí podniku pak představují nejrůznější vlivy, zejména vlivy ekonomické, demografické, politické, a dále do něj lze zařadit přírodní prostředí, technika a technologie a kulturní a sociální prostředí.

Ekonomické vlivy se skládají z faktorů, které ovlivňují na jedné straně možnosti podniků nabízet výrobky a služby, a na druhé straně možnosti zákazníků tyto statky kupovat a využívat.¹³ V rámci ekonomických vlivů rozlišujeme dvě ekonomické prostředí, a to ekonomické prostředí národní, které je ovlivňováno např. lidskými zdroji, mírou inflace, úrokovou mírou či produktivitou práce, a ekonomické prostředí světové, které představuje souhrn všech národních ekonomik, kdy každá odráží chování, jednání a přání dané společnosti. **Politické vlivy** jsou tvořeny legislativou, která určuje „pravidla hry“, tzn., chrání spotřebitele, určuje pravidla podnikání, omezuje propagaci zdraví škodlivých výrobků či chrání firmy před nekalou soutěží. **Kulturní a sociální vlivy** reprezentuje řada faktorů, které ovlivňují chování a jednání obyvatel v oblasti hospodářské, politické a sociální. V každé společnosti uvnitř existují určité skupiny lidí se společnými zájmy apod. Tyto vlivy je mnohdy těžké pochopit, předvídat je a včas na ně reagovat zejména z toho důvodu, že vyplývají z hodnot, zvyků, tradic a přístupů obyvatelstva v určité zemi. Výhodou však může být, že se podnik může na takovéto skupiny lidí zaměřit jako na svůj cílový trh. Z hlediska

¹³ http://www.janska.estranky.cz/clanky/ekonomika/vlivy-na-podnik-_makrovliv_

techniky a technologie musí podniky držet krok s vývojem, jinak se mohou dostat do problémů s uplatněním svého stávajícího sortimentu, který časem morálně zastarává.

Makroprostředí je determinováno především potenciálem relevantního trhu, na kterém podnik vystupuje, jeho vývojem a v neposlední řadě také konkurencí na tomto trhu. V případě konkurenční struktury relevantního trhu je vhodné zaměřit se na hlavní přímé konkurenty, bariéry vstupu do odvětví apod. Makroprostředí vytváří podmínky pro podnikání a ovlivňuje výkonnost podniku. Je nutné sledovat jak minulý vývoj, tak i prognózy vývoje klíčových ukazatelů, ke kterým patří zejména tempo růstu HDP, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů a vývoj inflace. Makroekonomickými analýzami se zabývají různé instituce, proto není problém potřebná data rychle a nepřiliš pracně zjistit.

2.5.2.2 Finanční analýza

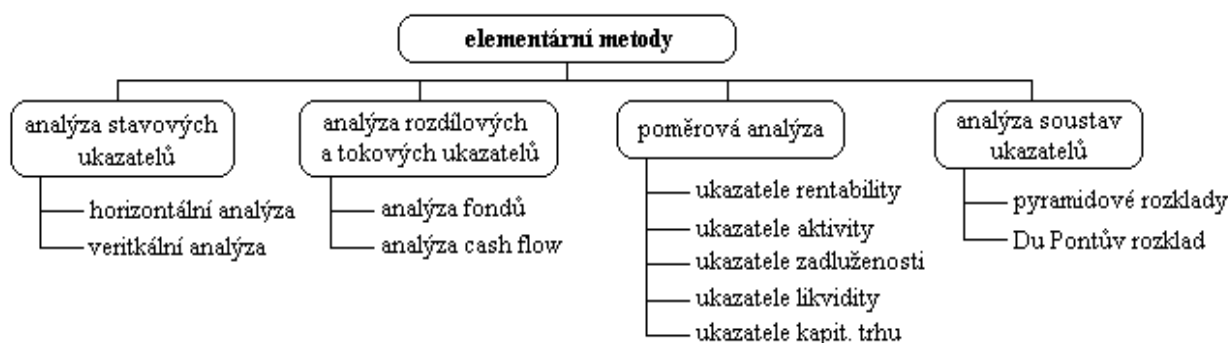
Hlavním úkolem finanční analýzy je posoudit úroveň současné finanční situace podniku a rovněž vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnu. Je velmi významnou součástí finančního řízení podniku. Je úzce spojena s finančním účetnictvím, které poskytuje potřebná data a informace pro finanční rozhodování, a to prostřednictvím základních finančních výkazů, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích. Tyto údaje jsou veřejně dostupné a podniky jsou povinny je zveřejňovat minimálně jedenkrát ročně. Dalšími výkazy, které mohou podniky využívat, jsou vnitropodnikové účetní výkazy. Tyto slouží ke zpřesnění výsledků finanční analýzy a mají interní charakter, tzn., nejsou veřejně dostupné.

V rámci finanční analýzy existuje celá řada metod hodnocení finančního zdraví podniku. Základními využívanými metodami jsou však metody elementární a metody matematicko-statistické. Matematicko-statistické metody vycházejí zpravidla z údajů delšího časového období. Jsou založeny na exaktních metodách, včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti výsledků.¹⁴ Elementární metody se člení na čtyři základní skupiny, tzn. analýzu stavových ukazatelů, analýzu rozdílových a tokových ukazatelů, poměrovou analýzu a analýzu soustav ukazatelů. Základní členění elementárních metod finanční analýzy je uveden v Obr. 2.1¹⁵.

¹⁴ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 69.

¹⁵ Růčková, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: GRADA, 2007, str. 44.

Obr. 2.1 Elementární metody finanční analýzy



Stavové čili absolutní ukazatele posuzují hodnoty jednotlivých položek finančních výkazů. Analýza těchto ukazatelů se člení na analýzu vertikální (procentní rozbor), která se zaměřuje na vnitřní strukturu ukazatelů, a analýzu horizontální (analýza trendů), která se zase zabývá časovými změnami mezi ukazateli. Rozdílové ukazatele lze vypočítat jako rozdíl určité položky aktiv s určitou položkou pasiv. Podmínkou je, že porovnávaná aktiva i pasiva musí být zachycena ke stejnému časovému okamžiku. Tokové ukazatele pak podávají informace o změně objemových ukazatelů během určité doby. Typickým příkladem tohoto typu ukazatele je zisk. Analýza soustav ukazatelů představuje metody, které využívají všechny dříve uvedené postupy a kombinují je.

Nejpoužívanější a také nejpočetnější skupinou ukazatelů jsou poměrové ukazatele, které se určují jako podíl dvou položek. Tyto položky se nejčastěji přebírají ze základních účetních výkazů. Z tohoto důvodu jsou poměrové ukazatele nejvyužívanějšími, jelikož veškeré potřebné informace pro jejich výpočet jsou veřejně dostupné. Mezi základní poměrové ukazatele, jež jsou dále podrobněji rozebrány v jednotlivých podkapitolách, se řadí ukazatele rentability, ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele aktivity a ukazatele likvidity.

2.5.2.2.1 Ukazatele rentability

Skupina ukazatelů rentability patří v praxi k nesledovanějším. Je to dáno tím, že podávají informace o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Obecně se rentabilita vloženého kapitálu definuje jako podíl výsledku hospodaření a vloženého kapitálu. Podle toho, jaký typ kapitálu je využit, se rozlišují rentabilita aktiv, rentabilita dlouhodobých zdrojů a rentabilita vlastního kapitálu.

Ukazatele rentability se také liší podle toho, jaký typ zisku se při výpočtech používá. V rámci finanční analýzy jsou důležité tři druhy zisku, jež jsou zachyceny přímo ve výkazu

zisku a ztráty. Jedná se o *zisk před úhradou úroků a daněmi (EBIT)*, který odpovídá v českých podmínkách provoznímu výsledku hospodaření a který se využívá zejména v případech mezipodnikového srovnání ukazatelů, *zisk před zdaněním (EBT)*, což je provozní výsledek hospodaření snížený či zvýšený o finanční a mimořádný výsledek hospodaření, avšak nebyly od něj prozatím odečteny daně, a *zisk po zdanění (EAT)* neboli *čistý zisk*, což je zisk před zdaněním po odečtení daní. Tento zisk se rozděluje na zisk sloužící k rozdělení a zisk nerozdělený.

Ukazatel rentability aktiv – ROA (Return on Assets) je v rámci této skupiny ukazatelů považován za klíčový, neboť u něj dochází k poměrování zisku společnosti s celkovými aktivy investovanými do podniku bez ohledu na to, z jakých zdrojů byla tato aktiva pořízena, a také bez ohledu na míru zdanění. Vyjadřuje se pomocí něj produkční síla firmy neboli celková efektivnost, a vypočítá se podle vztahu

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.1)$$

Pro výpočet je však možné využít také zdaněnou formu ukazatele, kde dochází k vzájemnému poměru čistého zisku zvýšeného o zdaněné nákladové úroky (d představuje sazbu daně z příjmů) s celkovými aktivy. Potom

$$ROA = \frac{EAT + \dot{U} \cdot (1 - d)}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.2)$$

kde \dot{U} jsou nákladové úroky.

Výsledky prvního z uvedených vzorců je možné použít pro mezipodnikové srovnání, protože výsledek hospodaření z hlavní podnikatelské činnosti srovnávaných podniků neovlivňuje rozdílná výše úroků.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů - ROCE (Return on Capital Employed) vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti, jež jsou financována vlastním a dlouhodobým cizím kapitálem. Z toho vyplývá, že vyjadřuje komplexně efektivnost hospodaření dané společnosti. Do dlouhodobého cizího kapitálu (*CK dld.*) patří například dlouhodobé bankovní úvěry či dlouhodobé závazky z obchodních vztahů. I tento ukazatel bývá často využíván k mezipodnikovému srovnávání a je možné ho spočítat podle vzorce

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK \text{ dld.}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.3)$$

Dalším velice významným ukazatelem je **ukazatel rentability vlastního kapitálu – ROE** (Return on Equity), který vyjadřuje výnosnost kapitálu, jež byl do podniku vložen

akcionáři či přímo vlastníky podniku. Ukazatel je závislý na rentabilitě celkového kapitálu a také na úrokové míře cizího kapitálu a vypočítá se podle vztahu

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.4)$$

Růst ukazatele *ROE* je možný z několika důvodů, např. zlepšení výsledku hospodaření, pokles úročení cizího kapitálu či snížení podílu vlastního kapitálu v podniku.

2.5.2.2.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Pomocí ukazatelů finanční stability a zadluženosti se posuzuje finanční struktura podniku z dlouhodobého hlediska. Slouží zejména k posouzení míry rizika, které se podnik vystavuje při určité struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik využívá k financování svých aktiv také cizí zdroje, tedy dluh.¹⁶ Výhodou využívání cizích zdrojů je jejich nižší cena ve srovnání s cenou vlastních zdrojů. Podstatou analýzy zadluženosti je najít optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

Jedním z nejdůležitějších ukazatelů z této skupiny je **ukazatel finanční samostatnosti** (Equity Ratio), který poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy a který udává, do jaké míry dokáže podnik krýt svůj majetek vlastními zdroji, tzn. jak vysokou má schopnost finanční samostatnosti. Pro podnik je do jisté míry efektivní spíše zvyšující se hodnota ukazatele, neboť to ukazuje, že podnik upevňuje svou finanční stabilitu. Příliš vysoké hodnoty však mohou indikovat naopak neefektivnost, neboť cena vlastního kapitálu je vyšší než cena cizího kapitálu, jak již bylo uvedeno dříve. Ukazatel lze vypočítat podle vzorce

$$\text{finanční samostatnost} = \frac{VK}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.5)$$

Dalším významným ukazatelem je **ukazatel krytí stálých aktiv**, který poměruje dlouhodobý kapitál se stálými aktivy. Do stálých aktiv se řadí dlouhodobý hmotný, nehmotný a finanční majetek. Pro tento ukazatel platí, že by měl dosahovat hodnoty ve výši alespoň 100 %, tzn., veškerá stálá aktiva by měla být pokryta dlouhodobým kapitálem. Pro výpočet hodnoty ukazatele je vhodné použít vzorec

$$\text{ukazatel krytí stálých aktiv} = \frac{VK + CK \text{ dld.}}{\text{stálá aktiva}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.6)$$

Ukazatel finanční páky (Financial Leverage) se označuje také jako majetkový koeficient a vychází z předpokladu, že krytí podnikových potřeb převážně vlastním kapitálem

¹⁶ Růčková, P. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: GRADA, 2007, str. 57.

vede k vyššímu finančnímu zatížení podniku, jelikož se jedná o dražší způsob financování než v případě využití cizích zdrojů. Efektivní je, dosahuje-li hodnota ukazatele v čase stabilních nebo alespoň neklesajících výsledků. Hodnotu ukazatele lze vypočítat podle vztahu

$$\text{ukazatel finanční páky} = \frac{\text{celková aktiva}}{VK} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.7)$$

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio) poměřuje cizí kapitál k celkovým aktivům, tj. podíl věřitelů na celkovém kapitálu podniku. Obecně platí, že čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím vyšší je pro věřitele riziko, že přijdou o svou pohledávku. V optimálním případě by se celková zadluženost měla pohybovat mezi 40 – 50 %. Pro výpočet hodnoty ukazatele celkové zadluženosti se využívá vztah

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CK}{\text{celková aktiva}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.8)$$

V žádném případě neplatí, že zadluženost je negativní charakteristickou podniku. Důvodem je například skutečnost, že v případě finančně stabilního podniku může dočasný růst zadluženosti vést ke zvýšení celkové rentability vložených prostředků.

S výše uvedenými ukazateli finanční samostatnosti a celkové zadluženosti úzce souvisí **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** (Debt/equity Ratio), který vzájemně poměřuje cizí a vlastní kapitál podniku. V případě, že hodnota ukazatele roste, znamená to, že roste i riziko, že podnik nebude schopen dostát svých závazků. Obecně u tohoto ukazatele platí, že u stabilních společností by se měla jeho výše pohybovat v hodnotách od 80 do 120 %. Ukazatel je vyjádřen vztahem

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.9)$$

Proto, aby podnik zjistil, zda je pro něj jeho současné dluhové zatížení únosné, bývá nejčastěji využíván **ukazatel úrokového krytí**. Ten poměřuje zisk před úroky a daněmi s nákladovými úroky. Obecně platí, že čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím je situace pro podnik příznivější. V případě, že hodnota ukazatele nedosahuje 100 %, znamená to, že podnik není schopen pokrýt ani své současné nákladové úroky. Je-li ukazatel roven 100 %, pak podnik svou provozní činností pokrývá pouze tyto nákladové úroky a není schopen vytvořit žádný zisk. Ukazatel převyšující hodnotu 100 % představuje, kolikrát jsou úroky kryty provozním ziskem. Jeho hodnotu lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\dot{U}} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.10)$$

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení**, který říká, kolik z provozního výsledku hospodaření odčerpávají právě nákladové úroky. V tomto případě platí, že čím vyšší je hodnota ukazatele, tím je finanční situace podniku horší, neboť v takovém podniku vydělává převážně na úhradu úroků. Pro výpočet hodnoty ukazatele úrokového zatížení je konstruován vzorec

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\dot{U}}{EBIT} \cdot 100. \quad (\%) \quad (2.11)$$

2.5.2.2.3 Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity se měří schopnost managementu podniku využívat investované finanční prostředky. Slouží také k měření vázanosti různých složek kapitálu v jednotlivých druzích krátkodobých i dlouhodobých aktiv. Ukazatele se především zaměřují na oblast oběžných aktiv, která poměřují s krátkodobými závazky.

V teorii i praxi se v zásadě rozlišují dva typy ukazatelů aktivity. Prvním typem je rychlost obrátu, která vyjadřuje počet obrátek aktiv za období, tj. nejčastěji za jeden rok. Druhým typem je pak doba obrátu, která představuje počet dní, po které trvá jedna obrátka, tedy přeměna jedné formy majetku v druhou.

Představitelem prvního typu ukazatelů aktivity je **ukazatel obrátky celkových aktiv**, který se jinak nazývá také rychlost obrátu celkových aktiv. Ukazatel poměřuje tržby a celková aktiva a vyjadřuje, kolikrát tržby tato celková aktiva převyšují. Nejčastějším případem využití tohoto ukazatele je mezipodnikové srovnávání. Výpočet lze provést pomocí vztahu

$$\text{obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.12)$$

Ukazatel doby obrátu aktiv je obrácenou hodnotou předchozího ukazatele a vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obrátu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Výsledné hodnoty jsou udávány ve dnech. Obecně platí, že pro podnik je efektivní co nejkratší doba obrátu aktiv. Tento ukazatel lze vyjádřit vztahem

$$\text{doba obrátu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.13)$$

Dalším ukazatelem je **ukazatel doby obrátu zásob**, která udává, po jak dlouhou dobu jsou oběžná aktiva podniku vázána v podobě zásob. Výsledné hodnoty jsou rovněž udávány ve dnech. V tomto případě platí, že pro podnik je pozitivní klesající vývoj tohoto ukazatele v čase, protože čím kratší dobu podnik musí skladovat své zásoby, tím nižší jsou náklady s tím spojené. Naopak ale příliš nízký stav zásob může znamenat spíše určité potíže, neboť to

může vést k prostojům při výrobě, čímž dochází ke vzniku dalších nákladů. Hodnota ukazatele se počítá podle vzorce

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.14)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek říká, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, tzn., kolik dní uplyne od okamžiku prodeje zboží do doby splacení faktury odběratelem. V tomto případě je optimální spíše pokles hodnot v čase, jelikož tak podnik získává dříve finanční prostředky za své statky a rovněž se snižuje míra rizika, že se dlužník stane nesolventním. Ukazatel je možné vyjádřit vztahem

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.15)$$

Tento ukazatel je velmi vhodné porovnávat s ukazatelem doby obratu závazků. Při jejich srovnání by mělo platit, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek z důvodu, aby nedošlo k narušení finanční rovnováhy podniku, a tím i k jeho případné platební neschopnosti.

Ukazatel doby obratu závazků pak vypovídá o tom, jak rychle je podnik schopný splácet své závazky. Vyjadřuje tedy dobu ve dnech, po kterou poskytl dodavatelé podniku obchodní úvěr. Pro podnik je výhodný stabilní vývoj tohoto ukazatele v čase. Výpočet lze provést na základě vztahu

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360. \quad (2.16)$$

2.5.2.2.4 Ukazatele likvidity

Likvidita je všeobecně jednou z nejdůležitějších oblastí finanční analýzy. V teorii existuje dvojí pojetí tohoto pojmu. Prvním typem pojetí je *likvidita určité složky majetku*, která vyjadřuje vlastnost této složky přeměnit se rychle a bez větších ztrát na peněžní prostředky, a která bývá často označována jako likvidnost. Druhým typem je *likvidita podniku*, která vyjadřuje schopnost podniku včas dostát svým závazkům.

Ukazatele likvidity vzájemně poměřují výši splatného závazku a zdroje, ze kterých je možné tento závazek uhradit.

Ukazatel celkové likvidity je jedním ze tří nejpoužívanějších ukazatelů pro měření platební schopnosti podniku. Bývá také často označován jako likvidita 3. stupně nebo běžná likvidita (Current Ratio). Tento ukazatel mezi sebou poměřuje oběžná aktiva (OA) s krátkodobými závazky. Za doporučené výsledné hodnoty se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5.

Tento ukazatel je vhodný pro srovnávání mezi podniky s podobným charakterem činnosti, popř. s odvětvovým průměrem v čase. Celková likvidita je vyjádřena pomocí vztahu

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.17)$$

Nevýhodou ukazatele je především struktura oběžných aktiv z hlediska jejich likvidity, tzn., není zajištěna stejná rychlost přeměny na peněžní prostředky. To může nastat například u zásob, kdy pro podnik již jsou některé druhy zásob nepoužitelné, ale zároveň je obtížný jejich další prodej. Další nevýhodou je, že ukazatel nezohledňuje strukturu krátkodobých závazků z hlediska jejich splatnosti.

Nevýhody předcházejícího ukazatele částečně vylučuje **ukazatel pohotové likvidity**, který z celkových oběžných aktiv vyřazuje právě položku zásob. Oběžná aktiva jsou tak tvořena pokladní hotovostí, penězi na bankovních účtech, obchodovatelnými cennými papíry a pohledávkami. Ukazatel bývá také označován jako likvidita 2. stupně nebo také „acid test“. Za doporučené výsledné hodnoty se považuje rozmezí od 1,0 do 1,5. Výše je však závislá například na typu odvětví, ve kterém se podnik nachází. Pro výpočet pohotové likvidity se využívá vzorec

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.18)$$

Posledním z této skupiny je **ukazatel okamžité likvidity**, který bývá označován také jako likvidita 1. stupně nebo „cash ratio“. Vstupují do něj pouze ty nejlikvidnější složky oběžných aktiv, tzn. peníze v hotovosti a na běžných účtech, obchodovatelné cenné papíry a šeky (tj. pohotové peněžní prostředky – *PP*). Za doporučené výsledné hodnoty se považuje dle americké literatury rozmezí od 0,9 do 1,1. V České republice bývá spodní hranice snížena na 0,6. Okamžitou likviditu lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové } PP}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.19)$$

2.5.3 Finanční plán

V případě, že jsou při ocenění podniku využívány výnosové metody, je vhodné sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z plánu rozvahy a výkazu zisku a ztráty, popřípadě i z plánu výkazu o peněžních tocích. Východiskem pro jeho tvorbu je finanční analýza podniku a výsledků hospodaření zpravidla za posledních 3 – 5 let.

Sestavení finančního plánu má určité zásady. Musí být zpracováván písemně, jelikož je dokumentem. Důležitým předpokladem je, že by měl zahrnovat všechny útvary podniku. Jednotlivé části finančního plánu musí být věcně a časově sladěny. Plán je založen na posuvném principu, kdy se každý rok sestavují plány na několik dalších let dopředu, a je pružný, tzn., upravuje se tak, aby co možná nejvíce odpovídal realitě. Rovněž je relativně autonomní, protože sleduje jednak strategické podnikové cíle v podobě dlouhodobého plánu, a jednak taktické finanční cíle v podobě krátkodobého plánu.

V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí plánu podnikového, který by měl vycházet z podnikových cílů a strategií, a který je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Těmito jednotlivými plány jsou plány prodeje, produkce, plány pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření, a z toho plynoucích daní a podílů na zisku, plán provozního peněžního toku a plán celkového peněžního toku. Závěrečným dokumentem je plánovaná rozvaha pro všechny roky, pro které je plán sestavován.

2.5.4 Ocenění podniku

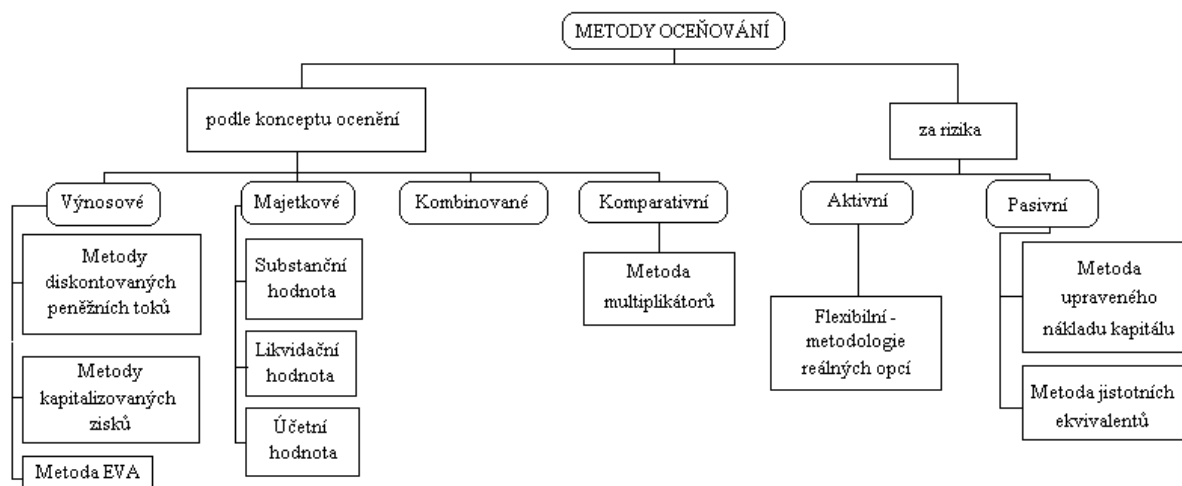
Posledním krokem v postupu při oceňování podniku je vlastní ocenění. Nejdříve je nutné zvolit vhodnou metodu s ohledem na předem definovaný cíl oceňování. Výsledkem ocenění je potom hodnota podniku zjištěná k určitému datu. Dojde-li ke změně některého ze vstupních předpokladů, je potřeba tuto změnu ve výsledné hodnotě zohlednit. O výsledku ocenění bývá oceňovatelem nakonec sepsána závěrečná zpráva, která obsahuje jak zjištěnou hodnotu k určitému datu, tak i stručně popsany postup, včetně použité metodologie.

2.5.5 Metody oceňování

V teorii i v praxi se rozlišuje celé řada metod oceňování podniku. V zásadě je lze rozdělit dvěma způsoby, a to dle konceptu ocenění (tj. oceňování za neurčitosti) a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika (tj. oceňování za rizika).

Zvolení správné metody je zásadním krokem v celém procesu stanovení hodnoty podniku, neboť tato volba ovlivňuje naplnění cíle ocenění. Velmi výrazně ovlivňují volbu metody i účel, pro jaký je oceňování prováděno, a subjektivní postoj osoby, která ocenění provádí. Jelikož je v běžné praxi většina podniků zadlužena a zadluženost je tedy jejich typickým rysem, metody oceňování jsou zpravidla určeny právě pro zadlužené podniky. Výše uvedené způsoby oceňování schematicky zobrazuje Obr. 2.2.

Obr. 2.2 Přehled metod stanovení hodnoty podniku



Zdroj: Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku (2006)

Metody stanovení hodnoty za rizika vycházejí ze skutečnosti, že budoucí finanční toky, ze kterých hodnota vychází, jsou nejisté a rizikové. U této skupiny metod se rozlišuje aktivní a pasivní přístup. Pasivní přístup znamená, že se v budoucnu neuvažuje s aktivními zásahy managementu. Do tohoto přístupu patří metoda upraveného nákladu kapitálu a metoda jistotních ekvivalentů. Aktivní přístup pak umožňuje v budoucnu aktivní zásahy managementu a je považován za přístup poměrně nový. Patří do něj flexibilní metody za rizika, které jsou založené na aplikaci metodologie reálných opcí.

Do druhé skupiny metod, tzn. do metod stanovení hodnoty dle konceptu ocenění, se řadí metody výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. Výnosové metody jsou obecně založeny na stanovení hodnoty kapitálu jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. U majetkových metod je hodnota kapitálu odvozována od reprodukční ceny majetku. V případě komparativních metod se postupuje tak, že se náklady kapitálu určí porovnáním hodnoty s jinými podniky, jež mají srovnatelné vlastnosti jako oceňovaný podnik. Poslední z této skupiny metod jsou metody kombinované, u kterých se náklady kapitálu spočítají jako průměr hodnot těchto nákladů kapitálu zjištěných pomocí předchozích metod, tzn. výnosových a majetkových, popř. i komparativních.

2.5.5.1 Výnosové metody

Výnosové metody vycházejí ze skutečnosti, že hodnota podniku (statku) je určena očekávanými výnosy neboli užitek plynoucím držiteli takového statku. Výsledná hodnota v případě tohoto druhu metod je závislá především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. Pod pojmem užitek je pak možné si

představit budoucí ekonomické efekty, tzn. zisk, dividendy či finanční toky. Podle toho, co oceňovatel považuje za očekávané výnosy, se rozlišuje několik výnosových metod, tj. metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisku a metoda ekonomické přidané hodnoty (viz samostatná kapitola 2.8).

2.5.5.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků (*DCF – Discounted Cash Flow*) jsou v praxi nejvíce rozšířené ve Spojených státech amerických a ve Velké Británii, ale začínají se prosazovat i mimo anglosaské země, například v České republice se metody *DCF* využívají stále častěji.

Společným znakem této skupiny metod je, že hodnotu společnosti odvozují od budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti a které se převádějí na současnou hodnotu. Z hlediska použití metod diskontovaných peněžních toků je velice důležité správně vymezit právě výše uvedené budoucí peněžní toky, stanovit náklady kapitálu, které slouží k diskontování těchto peněžních toků (tj. k jejich převodu na současnou hodnotu), a následně stanovit hodnotu podniku.

„Podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklady kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku:

- 1) *metoda DCF-Entity,*
- 2) *metoda DCF-Equity,*
- 3) *metoda DDM (Dividend Discount Model – diskontní dividendový model),*
- 4) *metoda APV (Adjusted Present Value – upravená současná hodnota)“,* jak uvádí Dana Dluhošová (2008, str. 149).

V běžné praxi se nejčastěji používají první dvě jmenované metody, jelikož pro použití metody *DDM* v dané zemi je nutný vyspělý a efektivní kapitálový trh a metoda *APV* je vhodná zejména při zkoumání vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.

Cílem **metody DCF-Entity** je tržní ocenění celkového kapitálu daného podniku. Důležitým krokem je stanovit volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (*FCFF*) a náklady celkového kapitálu (*WACC*), pomocí kterých jsou příslušné peněžní toky diskontovány. Tuto metodu lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{hodnota podniku} = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.20)$$

V případě **metody DCF-Equity** je oceňován pouze vlastní kapitál podniku. Opět je nutné správně stanovit volné peněžní toky, které se v tomto případě vztahují pouze na vlastní kapitál. Jedná se tedy o volné peněžní toky pro vlastníky ($FCFE$). Tyto jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Výslednou hodnotu je možné získat ze vztahu

$$\text{hodnota podniku} = \frac{FCFF}{R_E}. \quad (2.21)$$

U **metody DDM** je oceňován opět pouze vlastní kapitál. Peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, tzn., jedná se opět o peněžní tok pouze pro vlastníky. Tento model se poměrně častou využívá v tržních ekonomikách, které mají vyspělý kapitálový trh. Model DDM označují někteří autoři za modifikovaný model DCF , ale na místo volných peněžních toků se využívá dividendy (DIV). Z tohoto důvodu také vzniká omezení pro využití této metody, protože je vázána pouze na podniky, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy. V teorii i praxi se rozlišují dvě verze této metody, a to model s konstantní výší dividend a model s konstantně rostoucí dividendou, který je označován jako tzv. Gordonův model. Pro výpočet prvního modelu je možné využít vztahu

$$\text{hodnota podniku} = \frac{DIV}{R_E}. \quad (2.22)$$

Pro výpočet druhého modelu se používá vzorec

$$\text{hodnota podniku} = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.23)$$

kde g představuje očekávanou míru růstu dividend do nekonečna.

Poslední z metod diskontovaných peněžních toků je **metoda APV**, která slouží k ocenění celkového kapitálu podniku. V tomto případě jsou finanční toky tvořeny toky nezadlužené firmy ($FCFE_u$) a náklady kapitálu jsou tvořeny nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy (R_u). Takto vypočítaná hodnota je hodnotou nezadluženého podniku. Oceňujeme-li však zadlužený podnik, je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu (TS). Ta se vypočítá diskontováním daňového štítu náklady dluhu (R_D). Vzorec pro výpočet této metody je možné vyjádřit

$$\text{hodnota podniku} = \frac{FCFE_u}{R_u} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.24)$$

Jak již bylo uvedeno výše, v praxi jsou nejčastěji využívány první dvě zmiňované metody, tedy metoda *DCF-Entity* a metoda *DCF-Equity*. Metoda *DCF-Entity* je zároveň považována za metodu základní. Její výhodou je skutečnost, že umožňuje ocenění samotných divizí a lze ji použít v případech, kdy cílem ocenění je určit hodnotu podniku jako celku.

2.5.5.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích výnosů (zisků), které jsou odhadovány z historických dat. Klíčovým údajem je odhad tzv. trvale udržitelného zisku (Z), od které se odvozuje hodnota podniku. Trvale udržitelným ziskem rozumíme účetní zisk upravený o položky, které byly jednorázové, o položky plynoucí z majetku provozně nepotřebného, a také o řadu korekcí, například o úpravu odpisů o reálné opotřebení, vyloučení z mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru nebo o vyloučení skrytých rezerv. Tuto metodu je možné vyčíslit pomocí vzorce

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.25)$$

kde Z_t představuje zisk minulých období upravený o jednotlivé položky a korekce, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T představuje počet let zahrnutých do výpočtu.

Hodnota podniku se pak vypočítá jako podíl trvale udržitelného zisku vypočítaného podle vzorce (1.27) a nákladů kapitálu R (tj. kalkulovaná úroková míra). Vzorec pro výpočet hodnoty podniku má tuto podobu

$$\text{hodnota podniku} = \frac{Z}{R}. \quad (2.26)$$

2.5.5.2 Majetkové metody

Principem majetkového ocenění je ocenit jednotlivé složky majetku podniku samostatně a následně od součtu takto individuálně oceněných složek odečíst sumu individuálně oceněných závazků a dluhů. Rozlišujeme tři základní metody, a to metodu likvidační hodnoty, metodu účetní hodnoty a metodu substanční hodnoty.

2.5.5.2.1 Metoda likvidační hodnoty

Podstatou této metody je zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Velmi důležitým předpokladem je, že podnik nebude ve své činnosti pokračovat a ukončí ji, jeho jednotlivá aktiva budou rozprodána, a z takto získaných prostředků budou splaceny veškeré závazky podniku a odměna pro likvidátora. Zbytek peněžních prostředků pak tvoří

likvidační hodnotu podniku, která patří vlastníkům. Je tak možné říci, že likvidační hodnota tvoří odhad dolní hranice hodnoty podniku.

2.5.5.2.2 Účetní metoda

V případě této metody se vychází z tzv. stavových veličin (tj. stav položky k danému časovému okamžiku), které jsou uvedeny v rozvaze podniku. Hodnota je odvozena z historických cen, tzn. cen, za které byl majetek podniku pořízen. Základem je ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Nejprve se ocení zvlášť aktiva, jejichž součtem získáme souhrnné ocenění aktiv. Po odpočtu hodnoty dluhů a závazků od této souhrnné hodnoty aktiv získáme hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Tato metoda je z časového hlediska velmi výhodná, protože je rychlá a potřebné údaje jsou snadno zjistitelné. Jelikož jsou však aktiva hodnocena na bázi účetního ocenění, je tato metoda nejméně přesná a údaje z ní jsou zkreslené, protože nevychází z tržního ocenění. Z tohoto důvodu lze tuto metodu považovat pouze za doplňkovou.

2.5.5.2.3 Substanční hodnota

Tato metoda patří k velice věrohodným, snadno kontrolovatelným, ale její nevýhodou je přílišná pracnost. Dana Dluhošová (2008, str. 152) říká, že: „*Základem ocenění substance by měla být reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snížená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti.*“ Jedná se o souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků, kdy výsledkem je substanční hodnota netto S_n . Výpočet S_n lze znázornit pomocí následujícího schématu.

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \quad \underline{\text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku}} \\ = & \quad \textbf{Substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \quad \underline{\text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách}} \\ = & \quad \textbf{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

2.5.5.3 Kombinované metody

Hodnota podniku spočítaná pomocí kombinovaných metod je založena na průměru hodnot, jež byly získány na základě ostatních metod. Obecně je možné vypočítat hodnotu podniku dle vzorce

$$\text{hodnota podniku} = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.27)$$

kde w_i představují vázy přiřazené jednotlivým metodám a V_i je hodnota podniku vypočtená dle jednotlivých metod. Přitom musí platit, že $w_i \in [0;1]$ a $\sum_i w_i = 1$.

Velice častým případem těchto metod bývá kombinace výnosového ocenění se substančním oceněním, neboť tak dochází k částečnému odstranění nedostatků obou metod, tj. zohlednění očekávaných výnosů v případě substanční metody a zachycení skutečné hodnoty majetku v případě výnosových metod.

2.5.5.4 Komparativní metody

Komparativní metody jsou často nazývány také metodami relativního oceňování nebo metodami tržního srovnání. Jejich podstatou je odvodit hodnotu aktiv či kapitálu z dat srovnatelných podniků. Toto srovnání se nejčastěji provádí u podniků, s jejichž podíly je veřejně obchodováno na finančních trzích. Obecně lze hodnotu firmy určit pomocí vztahu

$$\text{hodnota podniku} = \text{multiplikátor}_{SF} \cdot \text{ukazatel}_{OF}, \quad (2.28)$$

kde SF znamená srovnatelná firma a OF znamená oceňovaná firma.

Jak je patrné z vzorce (2.28), důležitou součástí výpočtu hodnoty podniku je určení multiplikátorů. Pomocí nich jsou totiž zohledňovány rozdíly mezi absolucí velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků.¹⁷ Konstrukce multiplikátorů může být různá. Je možné vypočítat například multiplikátor P/E jako podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii či multiplikátor MV/BV jako podíl tržní a účetní hodnoty firmy.

Komparativní metody lze využít jak při oceňování vlastního kapitálu, kde se využije multiplikátor P/E srovnatelné firmy a jako ukazatel čistý zisk oceňované firmy, tak i při oceňování aktiv podniku, kde se použije multiplikátor BV/MV srovnatelné firmy a jako ukazatel účetní hodnota aktiv oceňované firmy.

V praxi ČR však tyto metody nemají příliš časté využití, neboť je obecně velmi obtížné nalézt srovnatelné podniky. Každý podnik je totiž specifický například oblastí, ve které provozuje svou činnost, fází vývoje apod.

¹⁷ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 153.

2.5.5.5 Fázové metody

Jelikož se dnes běžně předpokládá, že podnik bude ve své činnosti pokračovat v neomezeném časovém horizontu (tzv. going concern), je velice obtížné pro takové nekonečné období plánovat peněžní toky. Podnik totiž během své existence prochází různými fázemi vývoje. Právě podle toho, kolik fází se určí při oceňování konkrétního podniku, se rozlišují metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

Nejčastěji se fázové metody využívají v případě metod diskontovaných peněžních toků, ale je možné je použít i na dalších metodách, které vycházejí z odhadu budoucích ekonomických veličin.

2.5.5.5.1 Jednofázová metoda - perpetuita

Jednofázová metoda je nejjednodušší z fázových metod. Představuje situaci, u které se předpokládá stejné chování během celého období. Samozřejmě platí, že existence podniku není časově omezena. Hodnota podniku se v tomto případě vypočítá pomocí vzorce

$$\text{hodnota podniku} = \frac{FCF}{R}, \quad (2.29)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky a R jsou náklady kapitálu, nebo s tempem růstu g

$$\text{hodnota podniku} = \frac{FCF}{R - g}. \quad (2.30)$$

2.5.5.5.2 Dvoufázová metoda

K odhadu budoucích peněžních toků se nejvíce používá dvoufázová metoda výpočtu, která vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě na sebe navazující fáze. První fáze je zpravidla plánována na 4 – 6 let, kdy je situace ve firmě lépe předvídatelná a finanční toky se dají plánovat poměrně přesně. V evropských zemích činí délka z důvodu větší opatrnosti na 3 – 5 let. Druhá fáze pak na první fázi bezprostředně navazuje a obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Ve druhé fázi se pak předpokládá, že finanční toky již lze pouze odhadnout a uvažuje se v ní tak pouze s jejich trendem.

Pro dvoufázovou metodu je typické, že se používají různé diskontní sazby. V první fázi je diskontní sazba nižší než ve fázi druhé, a to z důvodu vyšší rizikovosti očekávaných výsledků. Hodnota podniku dle dvoufázové metody se vypočítá podle vzorce

$$\text{hodnota podniku} = V_1 + V_2, \quad (2.31)$$

kde hodnota podniku za první fázi (V_1) se vypočítá jako

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.32)$$

a hodnota podniku za druhou fází (V_2) se vypočítá ze vztahu

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.33)$$

kde FCF_t jsou volné peněžní toky, PH představuje pokračující hodnotu, R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi a T je délka trvání první fáze.

Pokračující hodnotou rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, která je propočtena k datu ukončení první fáze (neboli k počátku druhé fáze). Předpokládáme-li pro druhou fází konstantní finanční toky a dobu trvání do nekonečna, vypočítáme pokračující hodnotu jako perpetuitu podle vztahu

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.34)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi. Za předpokladu konstantního růstu peněžních toků g pak platí vztah

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.35)$$

2.5.5.5.3 Vícefázové metody

Zobecněním dvoufázové metody vzniká vícefázová metoda, v rámci které je vývoj volných finančních toků rozdělen to několika různých fází, přičemž se předpokládá, že poslední fáze bude trvat do nekonečna. Obecně lze tedy hodnotu podniku vyjádřit pomocí vzorce

$$\text{hodnota podniku} = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.36)$$

Uvedené hodnoty V_n lze vyjádřit rovněž pomocí fázových hodnot FH . Fázové hodnoty představují hodnotu firmy k počátku dané fáze, přičemž je nutné fázovou hodnotu diskontovat k momentu ocenění, abychom získali hodnotu za danou fází (V_n). Viz Dluhošová (2008) Vzorec má pak následující podobu

$$\text{hodnota podniku} = FH_1 + \frac{FH_2}{(1 + R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1 + R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1 + R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1 + R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.37)$$

kde T_i udává délku od momentu ocenění do konce i -té fáze. Fázová hodnota je pak obecně určena dle následujícího vztahu

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1+g_t}{(1+R_i)^t}, \quad (2.38)$$

kde Q_i je délka fáze.

2.6 Vymezení volných finančních toků

Volné finanční toky (*Free Cash Flow – FCF*) jsou zpravidla chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a vztahují se k určitému druhu kapitálu. Právě podle druhu kapitálu se rozlišují volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*), volné peněžní toky pro věřitele *FCFD* (*Free Cash Flow to the Debt*) a volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele *FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*).

Vymezení volných finančních toků je důležité zejména pro metody diskontovaných peněžních toků, resp. pro metody *DCF-Entity* a *DCF-Equity*.

2.6.1 Volné finanční toky pro vlastníky

Volné finanční toky pro vlastníky představují toky z pohledu vlastníků podniku, tzn. například akcionářů, a slouží pro výpočet metody *DCF-Equity*. Jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti a vypočítají se v čase t pomocí vztahu

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t + \Delta S_t, \quad (2.39)$$

kde EAT je čistý zisk, ODP jsou odpisy, $\Delta\check{CPK}$ představuje změnu stavu čistého pracovního kapitálu, INV jsou investice a ΔS je rozdíl mezi čerpáním a splátkami dluhu.

Čistý pracovní kapitál představuje tu část oběžných aktiv, která se v průběhu roku přemění na pohotové peněžní prostředky a může být použita k podnikatelské činnosti v případě, jsou-li splaceny krátkodobé závazky. Čistý pracovní kapitál se pak vypočítá jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, popř. jako rozdíl dlouhodobých zdrojů a stálých aktiv.

2.6.2 Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele

Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele slouží k výpočtu metody *DCF-Entity* a představují veškeré peněžní toky, které podnik generuje z aktiv bez ohledu na to, zda jsou určeny vlastníkům či věřitelům. Tyto finanční toky lze získat sečtením dvou složek, jak ostatně ukazuje následující vzorec

$$FCFF_t = FCFE_t + FCFD_t. \quad (2.40)$$

Volné finanční toky pro věřitele představují toky z pohledu věřitelů a jsou určeny takto

$$FCFD_t = \dot{U}_t \cdot (1 - d) - \Delta S_t, \quad (2.41)$$

kde d je sazba daně z příjmů.

Z výše uvedených vzorců (1.39) až (1.41) je již možné odvodit volné finanční toky pro vlastníky a věřitele, která mají podobu následujícího vzorce

$$FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta \check{C}PK_t - INV_t + \dot{U}_t \cdot (1 - d), \quad (2.42)$$

nebo také pomocí ukazatele $EBIT$, což je provozní zisk před zdaněním. V tomto případě se pak tyto volné finanční toky vypočítají takto

$$FCFF_t = EBIT_t \cdot (1 - d) + ODP_t - \Delta \check{C}PK_t - INV_t. \quad (2.43)$$

2.7 Náklady kapitálu

Jako náklady kapitálu jsou nejčastěji označovány takové náklady, které podnik musí vynaložit na získání jednotlivých složek kapitálu. Z druhého hlediska pak představují minimální míru výnosnosti kapitálu, tzv. vnitřní výnosové procento.

Na náklady kapitálu lze nahlížet ze dvou stran, a to ze strany investora a ze strany podniku. V případě investora jde o požadavek na výnosnost, které by měl podnik dosahovat, aby u investora nedošlo k poklesu jeho bohatství. V případě podniku jsou náklady kapitálu chápány jako cena, kterou musel podnik vynaložit na kapitál potřebný pro další rozvoj jeho činností.

V rámci nákladů kapitálu se rozlišují tři skupiny těchto nákladů, tj. náklady na celkový kapitál neboli průměrné náklady kapitálu, náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál.

2.7.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál ($WACC$ – *Weighted Average Cost of Capital*) jsou určeny oběma zbylými, výše uvedenými náklady kapitálu a vypočítají se podle vzorce

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - d) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.44)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, d je sazba daně z příjmů, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady na vlastní kapitál a E je vlastní kapitál.

2.7.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál obecně představují úroky či kupónové platby, které je potřeba zaplatit věřitelům. Získá-li podnik kapitál ve formě dluhu (např. bankovní úvěr), pak je možné náklady kapitálu vyjádřit jako úrok z tohoto kapitálu snížený o daňový štít, tedy

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.45)$$

kde i je úroková míra z dluhu.

Základní úroková míra je dána situací na finančním trhu v daném státě. Existuje však několik hledisek, které ovlivňují konkrétní výši úrokové sazby, jež je v praxi používána. Jedná se například o hledisko času, na který je úvěr poskytnut (platí, že dlouhodobé úvěry jsou dražší než krátkodobé) či o hledisko hodnocení bonity dlužníka, kdy platí, že čím vyšší je bonita dlužníka, tím nižší je úroková sazba.

2.7.3 Náklady na vlastní kapitál

U nákladů na vlastní kapitál všeobecně platí, že jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Je to dáno skutečností, že riziko, které podstupuje vlastník podniku, je vyšší než riziko, které plyne věřiteli. Věřitel má totiž zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na to, zda podnik, ve kterém má uložené své prostředky, je ziskový či nikoli. Navíc vkládá tyto své prostředky na omezenou dobu. Naopak vlastník vkládá peněžní prostředky do podniku na dobu neomezenou a jeho výnos mu není zaručen. Odvíjí se totiž od hospodářské situace podniku, kterou ovlivňují nejrůznější podnikatelská rizika.

Druhým důležitým faktorem, který tuto skutečnost potvrzuje je fakt, že nákladové úroky jsou daňově uznatelným nákladem podle Zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. To znamená, že tyto úroky snižují základ daně pro výpočet daně z příjmu. Jedná se o tzv. daňový štít.

Náklady na vlastní kapitál je možné určit dvěma způsoby, a to pomocí tržních modelů nebo modelů, které vycházejí z účetních dat. Existují čtyři základní metody používané pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Těmito metodami jsou¹⁸:

- 1) model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model),

¹⁸ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 110.

- 2) arbitrážní model oceňování (APM – Arbitrage Pricing Model),
- 3) dividendový růstový model,
- 4) stavebnicové modely.

První tři zmíněné metody jsou založeny na tržním přístupu. Naopak stavebnicové modely jsou založeny na účetních datech. Jelikož je v dalších kapitolách diplomové práce používán pro stanovení nákladů vlastního kapitálu pouze stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu, ostatní metody dále nebudou charakterizovány.

2.7.3.1 Stavebnicový model

Stavebnicový model je založen na účetních datech. Používá se zejména v případech, kdy v ekonomice existuje pouze nedokonalý a nerozvinutý kapitálový trh, nebo kdy tržní ekonomika v dané zemi funguje pouze krátkou chvíli. V těchto případech totiž nelze použít metodu *CAPM* ani arbitrážní model.

V případě stavebnicových modelů se pro stanovení nákladů na vlastní kapitál používá součet bezrizikového aktiva a rizikových premií. Tyto rizikové premie jsou pak odvozovány z účetních dat konkrétního podniku.

Jak již bylo uvedeno výše, v diplomové práci byl použit stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu¹⁹, který vychází z předpokladu modelu MM II²⁰. V tomto modelu jsou nejprve stanoveny náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$, které se vypočítají pomocí vztahu

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.46)$$

kde R_F představuje bezrizikovou sazbu, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za produkční sílu (tj. za obchodní podnikatelské riziko), $R_{finstab}$ je riziková přírážka za finanční stabilitu na bázi likvidity a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy $WACC_L$ jsou pak určeny podle vzorce

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot d\right), \quad (2.47)$$

¹⁹ viz www.mpo.cz

²⁰ Jedná se o model MM autorů M. Milera a F. Modiglianiho, který má tři základní verze MM I, MM II a MM III. Tyto modely se liší výchozími předpoklady. Předpoklady modelu MM II jsou následující: existuje informačně dokonalý kapitálový trh, sazba dluhu je bezriziková, připouští se zdanění zisku (rozdíl oproti MM I) a jsou zanedbávány náklady finanční tísně. Pro model MM III se pak připouští navíc ještě náklady bankrotu.

kde D je úročený cizí kapitál, A jsou celková aktiva podniku a d je sazba daně z příjmů. Náklady vlastního kapitálu rovněž vycházejí z výpočtu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy a stanoví se pomocí vzorce

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.48)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, \dot{U} jsou nákladové úroky, BU představují bankovní úvěry, OBL jsou obligace a VK představují vlastní kapitál podniku. Úplatné zdroje se pak vypočítají následovně

$$UZ = VK + BU + OBL. \quad (2.49)$$

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ se vypočítají pomocí vzorce (1.46), který je ostatně uveden výše. Tyto náklady se skládají z bezrizikové sazby a z jednotlivých rizikových přírážek, které jsou pro určení $WACC_U$ nezbytně nutné. Mezi rizikové přírážky patří riziková přírážka charakterizující produkční sílu, riziková přírážka za finanční stabilitu a riziková přírážka za velikost podniku.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu ($R_{podnikatelské}$) je závislá na ukazateli rentability aktiv $\frac{EBIT}{A}$, který se porovnává s ukazatelem $X1$. Ten vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem a vypočítá se podle vzorce

$$X1 = \frac{(VK + UB + OBL)}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL}. \quad (2.50)$$

Následně dochází k porovnání obou ukazatelů a platí, že je-li $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak

$R_{podnikatelské} = 0 \%$, pokud $\frac{EBIT}{A} < 0$, je riziková přírážka rovna 10% a pokud

$X1 \geq \frac{EBIT}{A} \geq 0$, pak se $R_{podnikatelské}$ určí pomocí vzorce

$$R_{podnikatelské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A} \right)^2}{10 \cdot X1^2}, \quad (2.51)$$

kde $EBIT$ je provozní výsledek hospodaření.

Riziková přírážka za finanční stabilitu na bázi likvidity ($R_{finstab}$) popisuje vztah mezi celkovou likviditou a průměrnou hodnotou celkové likvidity v odvětví průmyslu (XL),

přičemž je stanovena mezní hodnota této likvidity. Mezní hodnota likvidity se stanoví porovnáním s průměrnou hodnotou celkové likvidity v odvětví průmyslu. Je-li tato průměrná hodnota menší než 1,25, pak XL je rovna právě 1,25. Je-li tato průměrná hodnota větší než 1,25, pak XL je rovna této průměrné hodnotě.

V případě, že je celková likvidita větší než XL , je riziková přírážka rovna 0 %. V případě, že je celková likvidita menší než 1, je riziková přírážka rovna 10 %. Za předpokladu, že celková likvidita je větší než jedna a zároveň menší než XL , propočte se riziková přírážka podle vzorce

$$R_{finstab} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}. \quad (2.52)$$

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) se stanoví obdobně jako předchozí dvě rizikové přírážky. V tomto případě jsou důležité úplatné zdroje podniku. V případě, že UZ jsou větší než 3 mld. Kč, je riziková přírážka rovna 0 %. Jsou-li UZ menší než 100 mil. Kč, je riziková přírážka rovna 5 %, a naopak, jsou-li UZ větší než 100 mil. Kč. a zároveň menší než 3 mld. Kč, vypočítá se riziková přírážka pomocí rovnice

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.53)$$

2.8 Metoda ocenění - Ekonomická přidaná hodnota

S pojmem ekonomická přidaná hodnota (*Economic Value Added* - EVA^{\circledR})²¹ jsou spojena jména dvou Američanů - Stewart a Stern – kteří jsou autoři této metody a kteří metodu podrobně rozpracovali. V posledních několika letech se metoda neustále více prosazuje v praxi a není již pouze ekonomickou teorií.

Základní princip metody spočítá v měření ekonomického zisku (nikoli účetního zisku), kterého podnik dosahuje tehdy, jsou-li z něj uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál. V tomto případě platí, že vykazuje-li podnik kladný účetní zisk, vykazuje i ekonomický zisk, pokud je tento účetní zisk vyšší než náklady vlastního kapitálu. V opačném případě se, z hlediska ekonomického zisku, jedná o ztrátu.

Ukazatel EVA lze použít jako:

- 1) nástroj finanční analýzy,

²¹ Na zkratku EVA má registrovanou ochrannou známku konzultační společnost Stern Stewart & Co., která ukazatel vyvinula v roce 1993.

- 2) nástroj řízení podniku a motivování pracovníků,
- 3) nástroj ocenění podniku (viz samostatná kapitola 2.8.4).

První možností, kde využít metodu *EVA*, je hodnocení podniku v rámci finanční analýzy. Ekonomická přidaná hodnota je vlastně ukazatelem výnosnosti, který překonává nedostatky spojené například s klasickými ukazateli rentability. Jedná se především o nedostatky spojené s možností ovlivňovat dosti výrazně zisk pomocí legálních účetních postupů či o skutečnost, že účetní ukazatele nezohledňují faktor času ani riziko, které podstupují investoři. Obecně platí, že čím vyšší je hodnota ukazatele *EVA*, tím větší hodnota je vytvářena pro vlastníky, tzn. optimální je *EVA* dosahující kladných hodnot.

Další možností je využití metody *EVA* jako nástroje řízení a motivování pracovníků. Základní princip je založen na myšlence, že zaměstnanci se podílí na maximalizaci ukazatele *EVA* pomocí bonusu. Ten je vázán na tři parametry, a to na celkovou výši *EVA* v dané divizi, na přírůstek *EVA* a na doplňkové individuální parametry. Při stanovení bonusu pak platí, že každý z výše uvedených parametrů má různou váhu. Poslední faktor je vnímán často pouze jako doplňkový a dosahuje maximální váhy ve výši 20 %.

Oproti klasickému pobídkovému systému, který se rovněž v praxi využívá, má metoda *EVA* v oblasti motivování pracovníků několik předností. První přednost je spojená s tím, že *EVA* oproti klasickým ukazatelům je přímo propojená s hodnotou podniku a podílejí-li se tedy zaměstnanci na zvyšování *EVA*, přispívají s největší pravděpodobností i k růstu hodnoty podniku. Druhá přednost souvisí celkově s použitím systému bonusu. Tradiční systémy jsou totiž limitovány minimální a maximální hranicí bonusu, jež mohou zaměstnanci podniku získat. Systém *EVA* naopak nemá žádné limity stanovené.

2.8.1 Základní výpočet ukazatele

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty *EVA* je možné chápat jako čistý výnos z provozní činnosti daného podniku, který je však snížený o náklady kapitálu. Obecně je možné výpočet *EVA* vyjádřit pomocí vztahu

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (2.54)$$

kde *NOPAT* je zisk z operační činnosti podniku po dani, *Capital* je kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku a *WACC* jsou celkové náklady kapitálu.

Pod pojmem **NOPAT** (*Net Operating Profit After Taxes*) je možné si představit operační výsledek hospodaření po odpočtu daní. U tohoto pojmu je nutné si uvědomit, že se

v podstatě jedná o provozní výsledek hospodaření, ale ne ten, který je dán českými účetními předpisy.

Capital představuje hodnotu kapitálu vázanou v aktivech, která jsou nutná pro dosažení právě operačního zisku, tzn., která slouží k operačním činnostem podniku. V rámci ekonomické přidané hodnoty je tato položka nahrazována tzv. čistými operačními aktivy *NOA* (*Net Operating Assets*).

Ekonomickou přidanou hodnotu v roce t lze spočítat dvěma způsoby, které však poskytují stejný výsledek. První možností je výpočet *EVA* pomocí vzorce nákladů na kapitál, který má následující podobu

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t. \quad (2.55)$$

Druhou možností je výpočet *EVA* pomocí vzorce hodnotového rozpětí, která má podobu tohoto vzorce

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}. \quad (2.56)$$

Index $t-1$ u položky *NOA* znamená, že v daném roce, pro který počítáme ekonomickou přidanou hodnotu, se použijí čistá operační aktiva z konce předchozího roku. Přípustné je také použití aritmetického průměru z počátečního a konečného stavu *NOA* v daném roce, což je i případ použitý v praktické části diplomové práce.

Výše uvedené propočty vypadají velmi jednoduše. Aby však ukazatel *EVA* měřil skutečný ekonomický zisk, je nutné u položek *NOPAT* a *NOA* provést úpravy. Nelze použít údaje vykázané z rozvahy, tzn. provozní výsledek hospodaření a celková aktiva. Autoři metody *EVA* spolu s metodou zpracovali i seznam úprav těchto účetních položek, který je v plném znění obchodním tajemstvím Stern – Stewart a kol.

2.8.2 Úprava čistých operačních aktiv - *NOA*

Základním výkazem pro výpočet *NOA* je rozvaha podniku. Je však nutné provést některé úpravy:

- 1) z celkových aktiv je nutné vyjmout neoperační aktiva,
- 2) je potřeba zahrnout do celkových aktiv operační aktiva nevykázaná v účetnictví,
- 3) aktiva by se měla snížit o neúročený cizí kapitál, aby při určování diskontní míry nevznikaly problémy s odhadem nákladů na tento kapitál,

- 4) vyloučení mimořádných položek,
- 5) účetní aktiva je třeba přecenit na jejich skutečnou hodnotu.

2.8.2.1 Neoperační aktiva

Jako neoperační aktiva neboli provozně nepotřebná aktiva je označován majetek, který podnik vlastní, ale nutně jej nepotřebuje ke své podnikatelské činnosti. Nejčastějšími provozně nepotřebnými aktivy jsou krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek a ostatní provozně nepotřebná aktiva.

Krátkodobý finanční majetek je tvořen zejména penězi, účty v bankách a krátkodobými cennými papíry a podíly. Poslední zmíněná položka je obecně největší položkou krátkodobého finančního majetku. Jelikož se jedná o cenné papíry a podíly, které nepředstavují dlouhodobé uložení peněz a mohou být prodány v nejbližší době, aniž by to ohrozilo provozní činnost podniku, je možné je odečíst od celkových aktiv, neboť se nejedná o aktivum provozně nutné.

V oblasti peněžních prostředků, které má podnik k dispozici, je nutné rovněž zvážit, zda jsou udržovány ve výši nezbytné k zajištění provozu podniku. Maximální nezbytnou úroveň peněžních prostředků je možné odhadnout například pomocí poměrového ukazatele okamžité likvidity. Pro tento ukazatel je doporučována hodnota 20 %, tzn. peněžní prostředky by měly obnášet okolo 20 % krátkodobého cizího kapitálu. Důležité však je i zvážení, o jaký podnik se jedná, neboť různé podniky mohou mít různé požadavky na výši provozně nezbytných peněžních prostředků. Ty peníze, které nejsou provozně nezbytné, je pak potřebné odečíst od celkových aktiv.

Součástí dlouhodobého finančního majetku jsou především různé skupiny podílů v jiných účetních jednotkách, ale také dluhové cenné papíry, půjčky a úvěry a ostatní dlouhodobý finanční majetek. Zde jsou problematické především finanční investice a jejich účel. Pokud slouží investice pouze k uložení peněz a nemají vztah k hlavní činnosti podniku, měly by být od celkových aktiv rovněž odečteny. Pokud ale investice propojují podniky se stejnou nebo obdobnou hlavní činností, doporučuje se naopak jejich ponechání v aktivech podniku. Může ovšem nastat i situace, kdy oceňovatel nemá k dispozici údaje o charakteru investic. V takovém případě je vhodné investice od celkových aktiv odečíst, pokud ovšem nejde o podnik, jehož hlavním předmětem činnosti je finanční investování.

Položku ostatní dlouhodobý majetek tvoří soubory movitých a nemovitých věcí, které jsou určené k pronájmu. I v tomto případě je vhodné uvážit, zda je nebo není pronajímání předmětem činnosti oceňovaného podniku.

Mezi ostatní provozně nepotřebná aktiva se dle Maříka (2007) dále řadí ještě:

- nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku,
- pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku,
- provozně málo využitelný majetek (např. nepotřebné zásoby),
- provozně potřebný majetek, který má podnik v nadměrném množství (např. příliš velké zásoby, nevyužité stroje apod.).

2.8.2.2 *Operační aktiva nevykázaná v účetnictví*

Mezi operační aktiva, která nejsou vykázána v účetnictví a která je vhodné zahrnout do výpočtu *NOA*, patří finanční leasing, goodwill a ekvivalenty vlastního kapitálu.

Typickým příkladem aktiva, které splňuje ekonomickou definici aktiva, ale není přitom majetkem podniku z právního hlediska, je leasing. Celková aktiva by však měla být o tuto položku zvýšena, stejně tak úročené závazky by měly být zvýšeny o závazek vůči leasingové společnosti.

Jak říká Mařík (2005, str. 44): „*Goodwill vzniká jako rozdílová položka například při koupi podniku, a to tehdy, je-li cena zaplacená za 100% podíl na základním kapitálu vyšší než rozdíl mezi reálným oceněním aktiv a závazků.*“ V podstatě by mělo platit, že pokud byl v rozvaze goodwill vykázán, měl by být součástí *NOA*.

Ekvivalenty vlastního kapitálu vznikají v důsledku ocenění aktiv daného podniku. Podmínkou při úpravě *NOA* je, že každá změna na straně aktiv by měla vyvolat odpovídající změnu na straně pasiv, aby byla zachována bilanční rovnováha. Položka ekvivalenty vlastního kapitálu tedy zachycuje tu část vlastního kapitálu, která vznikla různými ekonomickými úpravami a není obsažena v původním účetním vlastním kapitálu podniku.

2.8.2.3 *Neúročený cizí kapitál*

Do neúročeného cizího kapitálu patří v tomto případě zejména krátkodobé neúročené závazky. Jejich hlavní součástí jsou dodavatelské úvěry, u kterých se předpokládá, že finanční náklady s nimi spojené jsou součástí nákupní ceny. To v konečném důsledku znamená, že operační výsledek hospodaření je o tyto skryté finanční náklady nižší. Je proto vhodné provést opravu, pro což existují dva způsoby. Buď lze zvýšit *NOPAT* o implicitní úroky nebo snížit *NOA* o neúročené závazky. Jelikož není snadné vyčíslit v praxi implicitní úroky, je vhodnější použít druhý způsob.

Do krátkodobých závazků, o které by se měla snížit celková aktiva, patří především závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a sdružením, závazky k zaměstnancům, závazky ke správě sociálního zabezpečení, daňové závazky a dotace vůči státu, závazky k podnikům s rozhodujícím či podstatným vlivem a jiné závazky. Dalšími položkami, které by se měly od celkových aktiv odečíst, jsou časové rozlišení pasivní, rezervy, které jsou skutečnými závazky (tzn. nikoli všeobecné rezervy) a dlouhodobé přijaté zálohy.

2.8.3 Úprava operačního výsledku hospodaření – NOPAT

Prvním zásadním krokem, který by měl být proveden při úpravě *NOPAT*, je dosažení symetrie mezi *NOA* a *NOPAT*, tzn. v případě, že jsou do *NOA* zahrnuty aktiva, je nutné jejich náklady a výnosy zařadit do výpočtu *NOPAT* a naopak.

Dále je nutné se rozhodnout, jaký výsledek hospodaření bude pro výpočet použit. Je možné využít výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření. Obě tyto možnosti by měly vést ke stejnému výsledku. V případě výsledku hospodaření z běžné činnosti bude postup následující:

- 1) Z finančních nákladů vyloučíme placené úroky včetně úroků obsažených v leasingových platbách, tzn. přičteme je k výsledku hospodaření.
- 2) Je nutné z výsledku hospodaření vyloučit mimořádné položky, tzn. i přesto, že byly vyloučeny mimořádné náklady a výnosy tvořící výsledek hospodaření z mimořádné činnosti, je nutné vyloučit i mimořádné položky v běžných nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat (např. rozpuštění rezerv, náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku a další).
- 3) *NOPAT* by se měl upravit rovněž o vliv změn vlastního kapitálu, tzn. mělo by dojít k:
 - odečtení nákladů na výzkum a vývoj a jejich nahrazení odhadem odpisů aktivovaných nákladů (doporučena paušálně doba 5 let na rozpočítání odpisů),
 - úpravě odpisy podle toho, zda v rozvaze podniku je nebo není vykázán goodwill,
 - započítání zvýšení či snížení opravných položek na zásoby a pohledávky,
 - vyloučení tvorby a čerpání tichých rezerv, pokud tyto měly vliv na výsledek hospodaření.
- 4) Od výsledku hospodaření by se měly odečíst výnosy z provozně nepotřebných aktiv.

Po provedení všech oprav *NOPAT* následuje úprava daní čili daňové sazby, která vede ke zjištění tzv. upravené daně. Nejčastěji používaným postupem je, že se *NOPAT* vynásobí daňovou sazbou. Zde je ale důležité uvědomit si, že ne všechny úpravy, které byly při výpočtu *NOPAT* provedeny, jsou daňově účinné. Lze tedy využít takový propočet, kdy splatnou daň z výkazu zisku a ztráty podělíme účetním výsledkem hospodaření. Tím získáme odlišnou daňovou sazbu od sazby stanovené zákonem. *NOPAT* pak vynásobíme touto skutečnou sazbou.

Druhou možností, jak vypočítat *NOPAT*, je použít jako výchozí veličinu provozní výsledek hospodaření. V českých podmínkách je tato možnost praktičtější vzhledem k tomu, že provozní výsledek hospodaření neobsahuje žádné položky týkající se finanční činnosti, a tím i více odpovídá výslednému *NOPAT*. Výše uvedené úpravy jsou zcela totožné s jedinou výjimkou, kdy k *EBIT* nepřičteme nákladové úroky, ale finanční výnosy z finančního majetku, který je zahrnutý do výpočtu *NOA*.

2.8.4 EVA jako nástroj ocenění

Stejně jako v případě metod diskontovaných peněžních toků, i u metody *EVA* se rozlišují různé varianty výpočtu, tzn. *EVA-Entity*, *Equity* a *APV*.

2.8.4.1 EVA-Entity

Použitím metody *EVA-Entity* lze zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku, přičemž diskontním faktorem jsou celkové náklady kapitálu. Vzorec pro výpočet *EVA-Entity* má následující podobu

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.57)$$

kde:	H_n	...	hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu
	NOA_0	...	čistá operační aktiva k datu ocenění
	EVA_t	...	EVA v roce t počítaná metodou entity
	$WACC$...	celkové náklady kapitálu
	T	...	počet let plánovaných EVA
	CK_0	...	úročený cizí kapitál k datu ocenění
	A_0	...	neoperační aktiva k datu ocenění

2.8.4.2 EVA-Equity

Použitím metody *EVA-Equity* lze rovněž zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku, přičemž v tomto případě jsou diskontním faktorem náklady vlastního kapitálu. Vzorec pro výpočet má následující podobu

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + R_E)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} + A_0, \quad (2.58)$$

kde: EVA_t ... EVA v roce t počítaná metodou Equity
 VK_0 ... hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění
 R_E ... náklady vlastního kapitálu

Základní princip metody *EVA-Equity* je stejný jako u metody *EVA-Entity*. Shodné jsou i všechny úpravy výsledku hospodaření a čistých operačních aktiv. Rozdíl je pouze ve třech složkách, které byly v metodě entity vyjádřeny pro vlastníky i věřitele, ale v metodě equity musí být vyjádřeny pouze pro vlastníky.

Nejprve je nutné čistá operační aktiva převést na hodnotu operačních aktiv, která jsou kryta pouze vlastním kapitálem, tzn. propočítá se VK_0 podle vzorce

$$VK_0 = NOA_0 - CK_0. \quad (2.59)$$

Druhým krokem je vyjádření pouze té části zisku z *NOPAT*, která zůstane vlastníkům. Postupuje se tak, že z upraveného operačního zisku před daní (*NOPBT – Net Operating Profit Before Tax*) se odečtou nákladové úroky. Teprve poté se provede zdanění. Vzorec pro tuto úpravu má následující podobu

$$EAT = (NOPBT - \dot{U}) \cdot (1 - d). \quad (2.60)$$

Z těchto úprav plyne i další rozdíl, a to přímo ve výpočtu ekonomické hodnoty. U metody equity je potřeba provést úpravu výše uvedeného vzorce (2.55) do této podoby

$$EVA_t = EAT_t - VK_{t-1} \cdot R_{Et}, \quad (2.61)$$

kde VK_{t-1} je hodnota vlastního kapitálu ke konci předchozího období, tj. k počátku roku t a EAT_t se vypočítá podle vzorce (2.60).

2.8.4.3 EVA APV

Princip výpočtu této metody je oproti ostatním zcela odlišný. Hodnota podniku se spočítá jako součet dvou složek, tj. hodnoty celého podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor, které plynou z nákladů cizího kapitálu. Stejně jako u metody entity se pak od tohoto součtu odečte hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a přičtou se

neoperační aktiva k datu ocenění a čistá operační aktiva k datu ocenění. Vzorec pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody APV je následující

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + R_{E(n)})^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_{E(n)} \cdot (1 + R_{E(n)})^T} + \sum_{t=1}^T \left(\frac{R_D \cdot CK_{t-1} \cdot d}{(1 + R_D)^t} \right) + \frac{R_D \cdot CK_T \cdot d}{R_D \cdot (1 + R_D)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.62)$$

kde	$R_{E(n)}$...	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
	R_D	...	náklady cizího kapitálu
	d	...	sazba daně z příjmů
	EVA_t	...	EVA v roce t počítaná za předpokladu nulového zadlužení
	CK_{t-1}	...	úročené dluhy k počátku roku t

2.8.5 Zhodnocení metody EVA pro ocenění podniku

I přesto, že se metoda ekonomické přidané hodnoty začíná v praxi teprve prosazovat, je ji možné v současnosti již považovat za metodu stejně významnou, jako je metoda diskontovaných peněžních toků. Její nespornou výhodou je, že poskytuje přibližně stejný výsledek ocenění, ale navíc poskytuje oceňovateli informace o tom, jaká část vypočítané hodnoty podniku již existuje k datu ocenění (tj. *NOA*) a jaká část vznikne v budoucnosti (tj. *MVA* – *Market Value Added*). Tržní přidaná hodnota *MVA* totiž představuje současnou hodnotu budoucích *EVA*. Jak uvádí Mařík (2007, str. 296): „Vztah mezi *MVA* a *EVA* vyjadřuje tento výrok: *EVA* měří úspěch společnosti během minulého roku; *MVA* je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“

3 Charakteristika firmy a odvětví

Tato kapitola je zaměřena na základní charakteristiku oceňované firmy, kterou je společnost Metrostav a.s. Účelem je představit samotnou společnost, tzn. její historický vývoj a základní profil, a analyzovat pomocí *SWOT* analýzy její silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení. Dále je zde charakterizováno odvětví, ve kterém společnost působí a jeho specifické charakteristiky. Součástí kapitoly je rovněž analýza makroprostředí a mikroprostředí.

3.1 Charakteristika společnosti Metrostav a.s.

Společnost Metrostav a.s. patří v České republice k největším a vysoce stabilním stavebním firmám. Vznikla původně v roce 1971 jako společnost specializovaná na stavbu pražského metra, jak již ostatně vypovídá i samotný název společnosti. Původně byla společnost národním podnikem; k přeměně na akciovou společnost došlo k 31. 12. 1990. V současné době je univerzální stavební společností a její aktivity je možné sledovat na celém území České republiky, ale také na Slovensku i jinde v zahraničí.

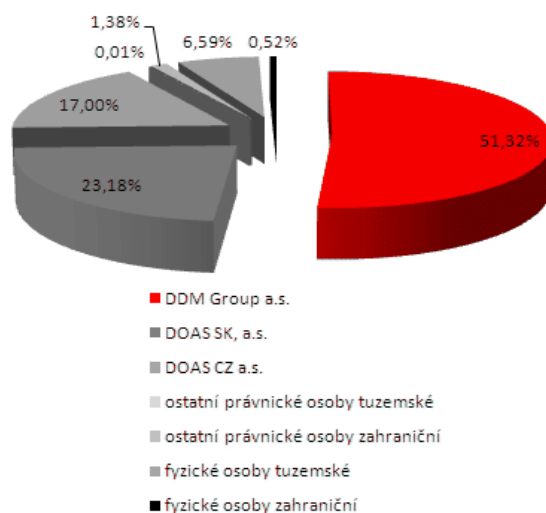
Identifikační údaje:

Obchodní firma	Metrostav a.s.
Právní forma	akciová společnost
Identifikační číslo	000 14 915
Sídlo	Praha 8, Koželužská 2246, PSČ 180 00
Základní kapitál	790 666 800 Kč

Společnost vydala 7 906 668 ks zaknihovaných akcií ve jmenovité hodnotě 100 Kč. Celý základní kapitál společnosti je splacen. K 31. 12. 2009 byla majoritním akcionářem společnost DDM Group a.s., jejíž podíl na základním kapitálu byl 51,32 %. Dalšími významnými akcionáři byli společnosti DOAS SK, a.s. s podílem 23,18 % a DOAS CZ, a.s. s podílem 17,00 %. Zbýlý podíl - 8,5 % - byl ve vlastnictví jiných právnických a fyzických osob, a to jak tuzemských, tak i zahraničních. Největší podíl z této skupiny akcionářů tvořili tuzemské fyzické osoby s podílem na základním kapitálu ve výši 6,59 %.

Na Obr. 3.1 je graficky zobrazen podíl jednotlivých akcionářů na základním kapitálu společnosti Metrostav a.s. k 31. 12. 2009.

Obr. 3.1 Struktura akcionářů k 31. 12. 2009



Pramen: www.metrostav.cz/cz/profil/akcionari

Společnost má rovněž kapitálovou účast v řadě podniků. Patří mezi ně jak stavební společnosti, jejichž prostřednictvím proniká do různých regionů, tak i společnosti developerské, pomocí nichž realizuje své rozvojové aktivity. Určitý podíl má i ve společnostech, které se specializují na velkoobchod se stavebními materiály, výrobu a transport betonu, nebo zkušebnictví stavebních materiálů a recyklaci stavebních odpadů. Kompletní seznam společností, u nichž má Metrostav a.s. kapitálovou účast, je součástí přílohy 1.

3.1.1 Historický vývoj společnosti

Jak již bylo uvedeno výše, společnost Metrostav a.s. se stala od 31. 12. 1990 právním nástupcem stejnojmenného národního podniku, který byl založen již v roce 1971. Během své existence společnost prošla výraznou proměnou. Původně byla založena jako specializovaná firma, jejímž hlavním úkolem byla výstavba pražského metra. V současnosti působí jako univerzální stavební společnost, které se povedlo dosáhnout skutečnosti, že je její jméno spojováno se seriózností, kvalitou a stabilitou. Tato restrukturalizace započala v roce 1989 a byla úspěšně dokončena v polovině 90. let.

Metrostav a.s. je konkurencí vysoce respektovaný jak v oblasti rekonstrukce památkových objektů, tak také v oblasti průmyslové, bytové a občanské výstavby. Svou činnost provozuje ve všech oblastech stavebnictví a velmi významnou roli sehrává také u podzemního stavitelství, ve kterém pokrývá téměř polovinu trhu. Společnost je rovněž

jednou z mála firem, které na území České republiky zajišťují vysoce specializované činnosti prováděné hornickým způsobem. V posledních letech se společnost úspěšně angažuje i v oblasti silničního stavitelství. Mimo stavební výrobu však realizuje i developerské projekty a je jedním z největších stavitelů bytů v Praze.

Od roku 1998 je společnost držitelem mezinárodně platného certifikátu řízení jakosti dle ISO 9001:2001 na generální dodávku staveb. Tohoto certifikátu dosáhla v ČR jako první. Rovněž jí byl udělen bezpečnostní certifikát Národního bezpečnostního úřadu, což společnosti umožňuje ucházet se o armádní zakázky a realizovat investiční záměry jiných bezpečnostních složek ČR i zemí NATO. V závěru roku 2001 pak společnost ještě získala certifikát na řízení kvality životního prostředí.

Významným mezníkem byl pro společnost rok 2000, zejména jeho druhá polovina, kdy se majoritním akcionářem společnosti stal slovenský Doprastav Bratislava, a.s. Právě díky tomuto investorovi se podnikání společnosti rozšířilo i na slovenském trhu, a to jak v oboru podzemního stavitelství, tak i v oblasti občanských staveb. Také se tak stala členem mezinárodní skupiny DDM Group, jež vznikla v roce 2001.

V roce 2004 si společnost pro své lepší působení na slovenském trhu založila novou společnost – Metrostav SK a.s., která převzala činnost dceřiných společností, jež působily na trhu do té doby. Ve stejném roce navíc vznikla i Asociace PPP, mezi jejíž zakládající členy patřil rovněž Metrostav a.s. Jedná se o Asociaci pro podporu projektů partnerství veřejného a soukromého sektoru v České republice (tj. PPP = Public Private Partnership), jež byla založena jako sdružení fyzických a právnických osob působících v oblasti investic a služeb poskytovaných veřejnému sektoru. Základním cílem Asociace PPP je podpora a rozvoj investování a služeb formou PPP v ČR.

3.1.2 Skupina DDM Group

DDM Group zastřešuje činnost společností Doprastav, a.s., Metrostav a.s. a společností, ve kterých mají tyto dva subjekty majetkové účasti. Rozhodujícím akcionářem skupiny je společnost DOAS, a.s., Bratislava. Zkratka DDM Group se skládá právě z prvních písmen názvů společností **DOAS, a.s., Doprastav, a.s. a Metrostav a.s.**

Propojením všech těchto podnikatelských subjektů vznikla nutnost koordinovat činnost téměř dvaceti společností. Z toho důvodu bylo vytvořeno Prezidium DDM Group, jež je součástí organizační struktury společnosti DOAS, a.s. Hlavním posláním prezidia je²²:

- stanovení a soustavná aktualizace souhrnné strategie DDM Group,
- využívání synergických efektů v činnosti společností,
- koordinace společné podnikatelské strategie na trzích v České a Slovenské republice, popřípadě ve třetích zemích,
- zhospodárnění investiční politiky,
- využití referencí obou mateřských společností k většímu průniku do dalších segmentů stavebního podnikání,
- vzájemná aplikace svých know-how,
- vytvoření větší společné garance pro soukromé investory i na rozsáhlých projektech,
- rozvoj vlastního developerského podnikání.

Důkazem, že se záměry DDM Group daří plnit, je nárůst výkonů i hospodářského výsledku jednotlivých společností v rámci skupiny.

3.1.3 Organizační struktura²³

Společnost Metrostav a.s. je organizačně členěna na jedenáct divizí, přičemž Divize 10 představuje organizační složku Bratislava. Tato složka poskytuje všem společnostem skupiny Metrostav, které působí na Slovensku, podporu především ve finanční, právní, účetní, daňové a personální oblasti. Každá z jedenácti divizí se zaměřuje svou činností na jednu či více oblastí, které jsou předmětem podnikání Metrostavu a.s. Všechny, mimo divize 10, mají svá sídla v různých částech Prahy.

Divize 1 je divize se širokým regionálním působením i výrobním programem, jenž zahrnuje především občanské stavby, výstavbu bytových objektů, dopravní stavby, kanalizace a přeložky inženýrských sítí, a rekonstrukce budov. Její součástí je také specializované středisko liniových vodohospodářských staveb. Divize působí jednak v Praze, a jednak i v Plzeňském, Jihomoravském a Moravskoslezském kraji. Divize 2 vznikla na podzim roku 2006 v souvislosti se získáním zakázky na výstavbu 6,4 km dlouhé severozápadní části

²² výroční zpráva 2002, str. 8; dostupné z www.metrostav.cz

²³ dostupné z: www.metrostav.cz/cz/profil/organizacni_struktura/divize

Městského automobilového okruhu v Praze. Předmětem činnosti této divize je příprava a realizace souboru staveb Městského okruhu, což představuje především odpovědnost za řízení a zajištění projektové dokumentace, výrobní přípravu, ekonomické vyhodnocování a řízení zakázky a realizaci stavební části. Divize 3 je divizí čistě výrobní a je zaměřena na inženýrskou činnost v segmentech občanských, průmyslových a bytových staveb. Zaměřuje se zejména na budovy pro bydlení, služby a průmysl včetně související infrastruktury. Projekty je schopna realizovat komplexně pomocí systému „Design and Build“, jenž zahrnuje i vytvoření projektové dokumentace a zajištění veškerých legislativních náležitostí.

Divize 4 – „Dopravní stavby“ – zabezpečuje komplexně stavby v úseku dopravního stavitelství, a to zejména dálnic, silnic, železnic a tramvajových tratí, mostů a ostatních ploch pro dopravu. Divize rovněž dále zabezpečuje marketing v této oblasti a provádí i zpracování nabídky, přípravu a realizaci staveb. Divize 5 se specializuje největší mírou na podzemní stavby, a to na ražené a hloubené tunelové či liniové objekty a inženýrské sítě. V rámci své činnosti se však také podílí na realizaci dopravních, občanských a průmyslových staveb. Také divize 6 je divizí výrobní. Tato se zaměřuje na stavby občanské, bytové, vodohospodářské a ekologické. Dále rovněž zabezpečuje programy monolitických železobetonových a mostních konstrukcí. Její součástí je i specializované středisko armozávod.

Divize 7 se svou činností specializuje na výrobu a montáž ocelových konstrukcí a provádění zemních prací. Vyrábí, dodává a montuje ocelové konstrukce hlavně pro mostní technologie, velkokapacitní nádržové systémy, složité střešní velkoplošné konstrukce i nosné ocelové konstrukce různých technologických, průmyslových a skladových objektů. Samozřejmostí při provádění těchto činností je skutečnost, že divize vlastní tzv. Velký průkaz způsobilosti pro výrobu a montáž ocelových konstrukcí. V případě zemních prací se věnuje dopravním stavbám, přípravám území při výstavbě občanských, průmyslových i inženýrských staveb včetně případných demolic, ale i revitalizacím a sanacím rozsáhlých územních celků včetně skládek a brownfieldů.

Divize 8 je pak opět výrobní divizí. Byla založena z toho důvodu, aby řídila a koordinovala výstavbu trasy metra IV. C1 z Holešovic do Ládví. Tato divize se zaměřuje především na výstavbu metra, ale také na výstavbu občanských a průmyslových staveb. Svou podnikatelskou činnost provádí zejména na území hlavního města Prahy, ale působí také v Ústí nad Labem a v Liberci. Divize 9 se specializuje na pozemní stavby a jejich rekonstrukce, a to včetně rekonstrukcí historických a památkově chráněných subjektů. Tyto projekty zajišťuje komplexně, tzn. včetně potřebné projektové dokumentace. Svou činnost vyvíjí zejména v Praze, a dále pak v Pardubickém, Královéhradeckém a Karlovarském kraji.

V její působnosti je i výstavba administrativních budov, hotelů, nemocnic, škol a univerzitních areálů. Poslední českou divizí společnosti Metrostav a.s. je divize 11 – „Leasing“ – jež zabezpečuje nákup a pronájem hmotného investičního majetku a zajišťuje komplexní péči o stroje a zařízení ve vlastnictví společnosti. Jejím úkolem je i pronajímání prostředků, se kterými disponuje, jiným subjektům.

Organizační schéma společnosti Metrostav a.s. je připojeno k práci jako samostatná příloha 2.

3.1.4 Obory působnosti

Metrostav a.s. podniká především v těchto oborech²⁴:

- 1) **občanské stavby** – občanská výstavba, administrativní budovy, nákupní centra, hotely, školy, divadla, sportovní objekty,
- 2) **bytová výstavba** – rodinné a bytové domy,
- 3) **průmyslová výstavba** – elektrárny, průmyslové stavby, budovy pro průmysl, zásobníky, čistírny odpadních vod, úpravní vody,
- 4) **dopravní stavby** – komunikace a zpevněné plochy, železnice, mosty, valy, rampy, dráhy,
- 5) **metro** – výstavba tras pražského metra,
- 6) **podzemní stavby** – objekty podzemní hloubené i ražené, tunely, podchody, šachty, štoly, vrtly,
- 7) **ostatní inženýrské stavby** – vodohospodářské stavby (tj. úpravy toků, kanály, jezy, nádrže), vedení místní a dálková (tj. sítě, řady, vodovody, kanalizace, plynovody, apod.), ostatní inženýrské stavby (tj. demolice, sanace, rekultivace apod.).

3.2 Stavebnictví

3.2.1 Charakteristika stavebního průmyslu v České republice

Stavební průmysl je jedním z velmi důležitých indikátorů stavu ekonomiky v České republice, stejně jako tomu je i ve velké většině ostatních ekonomicky vyspělých zemí. Je to dáno mimo jiné také tím, že intenzita stavební výroby předbíhá vývoj ukazatele hrubého

²⁴ dostupné z: www.metrostav.cz/cz/profil/zakladni_informace/obory_pusobnosti

domácího produktu o přibližně šest měsíců, čímž umožňuje jeho predikci. A právě hrubý domácí produkt je klíčovým ukazatelem vývoje ekonomiky každého státu.

Z výše uvedeného vyplývá, že je možné stavebnictví v České republice považovat za jeden z velmi důležitých pilířů ekonomiky, jelikož

- vytváří přibližně 7 % hrubé přidané hodnoty v běžných cenách,
- zaměstnává kolem 9 % osob pracujících v civilním sektoru a dokonce dlouhodobě vykazuje stabilní zaměstnanost,
- po věcné stránce je hlavním tvůrcem budov a staveb, které jsou jednou z hlavních součástí hrubého fixního kapitálu, jehož tvorba je jedním z faktorů růstu výkonnosti celé ekonomiky.²⁵

Nespornými výhodami, a zároveň i silnými stránkami českého stavebnictví jsou zejména schopnost provádět stavby nejvyšší technické náročnosti a kvality, vysoká odbornost inženýrů a architektů, jež vychází z kvalitního českého vysokoškolského vzdělání, kvalifikovanost pracovníků řemeslných profesí, znalost vyspělých technologií a v neposlední řadě i znalost podmínek domácího trhu i trhů východní Evropy, popř. některých trhů třetího světa, a kontakty v těchto zemích.

Stavebnictví má samozřejmě v ČR i slabé stránky, za něž je možné považovat například klesající počty kvalifikovaných řemeslníků a nutnost kompenzace jejich úbytku zaměstnáváním méně kvalifikovaných dělníků, nízké počty učňů v některých oborech, časté změny v legislativě, nedostatečná jazyková vybavenost pracovníků na všech úrovních, zejména ale na úrovni dělníků, nízká mobilita pracovních sil či omezená konkurenceschopnost českých podniků oproti jiným zemím Evropské unie.

V rámci odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ²⁶) byla společnost Metrostav a.s. zařazena do sekce F Stavebnictví, podsekce 45. Klasifikace OKEČ však byla s účinností od 1. ledna 2008 nahrazena novou klasifikací, a to Klasifikací ekonomických činností CZ-NACE. Tato klasifikace je relevantnější a lépe srovnatelná s jinými mezinárodními klasifikacemi. Dle této klasifikace se pak Metrostav a.s. řadí do více skupin,

²⁵ dostupné z: download.mpo.cz/get/28120/29840/320613/priloha003.pdf

²⁶ OKEČ byla zavedena do praxe v roce 1994 Českým statistickým úřadem. Jejím předmětem jsou všechny pracovní činnosti vykonávané ekonomickými subjekty a jsou určované jejich vývojem. OKEČ tedy představuje souhrn jednotlivých ekonomických činností, které jsou uspořádány do kategorií, jenž se dále člení do oddílů, pododdílů a skupin dle charakteru, struktury či vývoje činnosti.

jelikož je společnost v oblasti stavebního průmyslu univerzální a poskytuje celou škálu služeb. Těmito skupinami jsou především skupiny 39 – Sanace a jiné činnosti související s odpady, 41 – Výstavba budov, 42 – Inženýrské stavitelství a 43 – Specializované stavební činnosti.

Všeobecně patří k základním charakteristickým znakům každého odvětví míra regulace ze strany státu, struktura odvětví a citlivost odvětví na vývoj hospodářského cyklu. Co se týče citlivosti stavebnictví na hospodářský cyklus, bylo již výše řečeno, že stavební průmysl předbíhá o cca šest měsíců vývoj hrubého domácího produktu, který je nejčastěji využíván k měření kolísání hospodářského cyklu, čímž umožňuje jeho predikci. Stavebnictví lze označit jako cyklické odvětví, neboť ve fázi expanze dosahuje podnik velmi dobrých výsledků a naopak. Dalším znakem odvětví je, že stavebnictví není přímo nijak regulováno státem a stát ani nezavádí žádné bariéry vstupu do tohoto odvětví.

Strukturou odvětví se zabýval profesor harvardské univerzity Michale Eugene Porter, který ji popsal pomocí pěti konkurenčních sil, kterými jsou dodavatelé, konkurence substitutů, nová konkurence, zákazníci a v neposlední řadě i konkurence uvnitř odvětví.

3.2.2 Vývoj stavebního průmyslu v ČR v letech 2003 – 2008

Rok 2003 navázal na růst ekonomiky z minulých let (tj. od roku 1999). Velmi pozitivním rysem vývoje byl fakt, že hrubý domácí produkt vzrostl meziročně o 2,9 %. Tento výsledek byl velmi příznivý vzhledem k tomu, že ekonomika Evropské unie vzrostla meziročně pouze o 0,7 %. Stavební výroba také zrychlila svůj růst, a to na 8,9 %, což je nárůst oproti roku 2002 o více než 6 %. Zdrojem tohoto růstu bylo především celkové oživení ekonomiky, jak je patrné z meziročního vývoje *HDP*, ale také růst investic v tomto odvětví a realizace státních zakázek. Vliv mělo také oživení bytové výstavby, i když lze hovořit o velmi mírném vlivu, který neustále zaostává za zeměmi Evropské unie. Vývoj stavební výroby byl v průběhu roku výrazně nerovnoměrný. Výroba v prvních pěti měsících spíše stagnovala a teprve v druhé polovině roku začala dosahovat dvojciferného měsíčního růstu.

Také rok 2004 navázal na velmi úspěšná minulá léta a stal se, se svými hospodářskými výsledky, do té doby nejúspěšnějším rokem v novodobé historii ČR. Ekonomika zrychlila tempo růstu na 4 %. Rovněž u stavební výroby došlo k nárůstu tempa růstu o 0,8 procentního bodu na 9,7 %. Zdrojem růstu byl v tomto roce opět velký rozsah státních zakázek v oblasti dopravní infrastruktury, výstavba obchodních a logistických centrem a v neposlední řadě také rozvoj bytové výstavby. Významný byl také rozvoj projektů zahraničních investorů.

V průběhu roku opět docházelo k nerovnoměrnému vývoji. První pololetí dosáhla stavební výroba vysokého růstu, druhá polovina roku pak znamenala spíše zpomalení tempa růstu. Vysoký růst v prvních šesti měsících roku 2004 způsobil i očekávaný vstup ČR do EU, kdy došlo k zvýšení sazby DPH u stavebních prací z 5 % na 19 %.

Stejná situace, jako v předchozích dvou sledovaných letech, nastala i v roce 2005. Ekonomika dosáhla růstu hrubého domácího produktu 6 % a zařadila se tím mezi nejrychleji rostoucí ekonomiky. Opakem úspěšného růstu *HDP* byl propad tempa růstu stavební výroby na 4,2 %, což je pokles oproti roku 2004 o 5,5 procentního bodu. I přes tuto skutečnost pokračoval nepřetržitý šestiletý růst stavebního průmyslu v České republice, kdy zdrojem růstu byly investiční projekty v oblasti inženýrského stavitelství (zejména výstavba dálnic, železnic, rozšiřování kapacity letišť), pokračující výstavba obchodních a logistických center a rovněž pokračující růst bytové výstavby. Velký vliv na vývoj stavebního průmyslu v roce 2005 mělo i výše zmíněné zvýšení sazby DPH, zejména pak v první polovině tohoto roku.

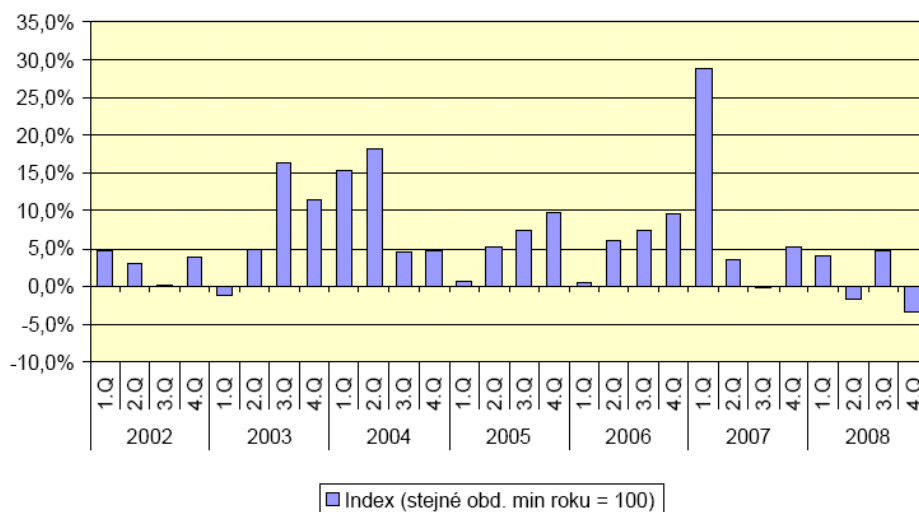
V roce 2006 si česká ekonomika nadále udržovala vysoké tempo růstu hrubého domácího produktu a dosáhla na 6,1 %. Opět se tak zařadila k nejrychleji rostoucím zemím Evropy. Stavební výroba opět zrychlila své tempo růstu ze 4,2 % na 6,6 %. Zdrojem tohoto růstu byly pokračující investiční projekty v dopravní infrastruktuře, developerské stavební projekty zaměřené na výstavbu administrativních a multifunkčních center a nadále pokračující intenzivní bytová výstavba.

Stejně jako v předchozích několika letech pokračoval v roce 2007 trend silného ekonomického růstu. Výkon ekonomiky vyjádřený hrubým domácím produktem meziročně vzrostl reálně o 6,5 %. Největší podíl na tomto růstu měl zpracovatelský průmysl na straně tvorby zdrojů a výdaje domácnosti na konečnou spotřebu na straně užití. Česká republika se opět zařadila mezi nejrychleji rostoucím zemím v Evropě. Rychleji rostly jen pobaltské republiky a Slovensko. Také stavebnictví nadále v roce 2007 rostlo a jeho tempo růstu se meziročně zvýšilo na 6,7 %, i když byl růst oproti minulému roku pouhých 0,1 %. Zdrojem tohoto růstu byly pokračující rozsáhlé developerské projekty zaměřené především na výstavbu výrobních hal a administrativních center a i nadále pokračující bytová výstavba, která byla významným zdrojem již několik posledních let. K vysokým přírůstkům stavební produkce zejména v prvních čtyřech měsících roku přispělo mimořádně příznivé počasí. V dalším období pak celková stavební produkce spíše klesala, s výjimkou měsíc srpna. V posledním čtvrtletí analyzovaného roku opět docházelo k růstu, zejména díky růstu inženýrského stavitelství. Tento nárůst souvisel s uvolněním financí na dokončení rozestavěných úseků dálnic a také na nové projekty v této oblasti.

Posledním analyzovaným obdobím je rok 2008. Tento rok byl specifický, neboť globální ekonomiku zasáhla krize, která samozřejmě poznamenala i vývoj v České republice. První fáze globální krize, která postihla finanční sektor, se ve střední Evropě nijak zvlášť neprojevila. Situace se změnila až na podzim roku 2008, kdy v USA padla investiční banka Lehman Brothers. Finanční krize se okamžitě přenesla do reálné ekonomiky a projevila se výrazným poklesem poptávky. Česká ekonomika byla touto skutečností hluboce zasažena, stejně jako jiné trhy výrazně orientované na export. Český hrubý domácí produkt vzrostl pouze o 3,1 %, z toho ve čtvrtém čtvrtletí roku byl růst pouhých 0,7 %. Ke zpomalení růstu, případně poklesu však došlo v závěru roku ve všech zemích Evropské unie. V roce 2008 byly provedeny stavební práce za 536,6 mld. Kč, což představovalo oproti předchozímu roku mírný nárůst ve výši 0,6 %.

Na Obr. 3.2 je graficky znázorněna stavební výroba podle čtvrtletí v letech 2002 – 2008 v ČR.

Obr. 3.2 Stavební výroba podle čtvrtletí v letech 2002 – 2008 (meziroční změna v %, s. c.)



Pramen: ČSÚ, úpravy a graf MPO, dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument47753.html>

3.3 SWOT analýza podniku

SWOT analýza vychází z analýzy ekonomické situace konkrétního podniku a poskytuje rozbor silných a slabých stránek tohoto podniku, včetně jeho vnějších příležitostí a hrozeb, které závisí na konkrétním trhu a na odvětví, ve kterém se podnik svou činností pohybuje.

Silné stránky (strengths)

- společnost uskutečňuje svou činnost v relativně perspektivním odvětví, které je navíc považováno za jeden z nejdůležitějších indikátorů a pilířů české ekonomiky
- společnost jako první v ČR získala „Osvědčení Národního bezpečnostního úřadu ČR o ochraně utajovaných informací a bezpečností způsobilosti“ pro stupeň utajení TAJNÉ
- Metrostav je rovněž držitelem certifikátu pro generální dodávku pozemního a inženýrského stavitelství dle ČSN EN ISO 9001:2001 a dalších certifikátů technologií a služeb
- v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví získala společnost v roce 2008 již počtvrté osvědčení „BEZPEČNÝ PODNIK“ a navíc v lednu 2009 splnila společnost požadavky recertifikačního auditu z OHSAS 18 001 : 1999 na OHSAS 18 001 : 2008 s platností certifikace do května 2010 (jedná se o normu, která obsahuje specifikace pro posuzování bezpečnosti a ochrany zdraví při práci a stanovuje požadavky na systém managementu v této oblasti)
- společnost funguje na českém stavebním trhu již od roku 1971 (tj. 39 let) a svou činnost vyvíjí velmi významně i na slovenském trhu, kam vstoupila v roce 2000
- jako člen nadnárodní skupiny DDM Group v současnosti společnost patří k největším a nejúspěšnějším firmám nejen v ČR, ale také ve střední Evropě
- Metrostav a.s. působí je univerzální stavební firmou, která působí ve všech oblastech stavebnictví a svou činností v podzemním stavitelství pokrývá téměř polovinu tohoto trhu
- jako jedna z mála firem v ČR zajišťuje vysoce specializované činnosti prováděné klasickým hornickým způsobem; při výstavbě tunelů, kolektorů a štol pak používá zejména Novou rakouskou tunelovací metodu, pro niž má veškeré potřebné technické vybavení, ale také zkušený a kvalifikovaný personál
- společnost zároveň školí a připravuje své pracovníky na ražby vysoce efektivní metodou TBM, což je v současnosti světově nejrozšířenější metoda výstavby tunelů pomocí plnoprofilových tunelovacích strojů

- k prioritám společnosti patří dlouhodobě i ochrana životního prostředí, což potvrdila i získáním certifikátu environmentálního managementu podle ČSN EN ISO 14 001 v roce 2001 a jeho udržení až do současnosti
- mnohé projekty Metrostavu a.s. patří k evropským i světovým unikátům, jež získaly nespočetné množství cen v domácích i zahraničních soutěžích
- společnost svou činnost provádí na celém území České republiky a je v podvědomí široké veřejnosti i odborníků silně zakořeněna jako spolehlivá, stabilní a seriózní stavební společnost provádějící komplexní a kvalitní stavby
- kreativní a výkonný management
- velmi dobré technické vybavení včetně kvalifikovaných pracovníků
- v současnosti se společnost Metrostav a.s. nachází podle ročního finančního obrátu na druhém místě největších českých firem zabývajících se stavební činností; tento výsledek může být zkreslený, neboť společnost SKANSKA a.s. neposkytla tyto údaje ke zveřejnění
- významného umístění dosáhla společnost i mezi největšími stavebními společnostmi v rámci střední Evropy, kdy získala třetí místo hned za první českou společností SKANSKA a.s. a za druhou polskou firmou Polimex-Mostostal
- spolupráce s vysokými školami se zaměřením na stavební průmysl v oblasti výzkumu, vývoje a vzdělání a rovněž spolupráce prostřednictvím výzkumného centra CIDEAS
- finanční podpora vždy jedné třídy odborných učilišť v Praze, Brně a Ústí nad Labem od roku 2007, ale také spolupráce se studenty středních i vysokých škol a přijímání absolventů těchto škol (cca 70 až 100 absolventů ročně)
- výrazné investice do technického rozvoje díky příznivým výsledkům v minulosti i současnosti
- další silné stránky pak souvisejí obecně se silnými stránkami českého stavebnictví, kterými jsou například schopnost provádět stavby nejvyšší technické náročnosti a kvality, znalost vyspělých technologií, vysoká odbornost inženýrů a architektů apod.

Slabé stránky (weaknesses)

- nedostatek kvalifikované pracovní síly zejména mezi řemeslníky mladších generací
- výrazný propad poptávky po odbornících společnosti Metrostav a.s. zejména ze strany soukromých investorů v roce 2008
- nedostatečná a nedůrazná změna strategie na zhoršenou ekonomickou situaci ve druhé polovině roku 2008

Příležitosti (opportunities)

- využití příznivého vývoje kurzu EUR/Kč v nedávné minulosti
- využívání nových a stále se zlepšujících technologií
- zabezpečení dostatečné podpory image společnosti, aby si i nadále zachovala svou tvář před širokou i odbornou veřejností a udržela se na předních pozicích ve stavebnictví nejen v ČR, ale i ve střední Evropě
- snaha proniknout na jiné zahraniční trhy mimo tuzemský trh a trh střední Evropy
- nadále příznivý vývoj kurzu české koruny a eura
- další podpora středních odborných škol a učilišť poskytujících studijní obory v oblasti stavebnictví a vyšší spolupráce s nimi
- lepší a výraznější spolupráce s vysokými školami poskytujícími vzdělání v oboru stavebnictví, např. s VŠB-TU Ostrava, Stavební fakultou
- využití fondů Evropské unie
- atraktivnost České republiky pro zahraniční investory

Hrozby (threats)

- neustále se vyvíjející a sílící konkurence ve stavebním průmyslu včetně přílivu nové konkurence ze zahraničí, zejména větší tlak investorů a kapitálu z Asie
- odliv kvalifikované pracovní síly způsobené velkou měrou i otevřením trhu práce v rámci EU v roce 2004
- změna dosud relativně příznivého vývoje kurzu české koruny a eura
- nedostatek řemeslníků a učňů řemeslných oborů v odvětví
- nejruznější ekonomické faktory, např. růst inflace, úrokových měr, které způsobí zdražení úvěrů apod.

- časté změny v legislativě
- energetický vývoj ve světě, tj. ubývání přírodních zdrojů energií a nutnost jejich úspor, které mají vliv na způsoby provádění staveb
- zvyšování cen energií, a tím i energeticky náročných stavebních materiálů, jako je např. cement, ocel či zdící materiály
- nedodržování termínů dokončení prací například z důvodu nekompetentních dodavatelů, kvůli nepřízní počasí apod.
- nedostatek veřejných zakázek především v oblasti dopravní infrastruktury
- postupný zánik některých studijních či učebních oborů důležitých pro stavební průmysl jak v minulosti, tak i jako hrozba do budoucna

3.4 Strategická analýza

Strategická analýza je v rámci oceňování podniků velmi důležitá. Základem strategické analýzy je tzv. *SWOT* analýza, která je uvedena výše jako kapitola 2.3. Její další nedílnou součástí je i analýza makroprostředí a mikroprostředí podniku.

3.4.1 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí podniku zahrnuje analýzu nejrůznějších vlivů, kterým je daný podnik vystaven. Jedná se zejména o vlivy ekonomické, demografické a politické. Dále je možné sem zařadit také přírodní prostředí, techniku a technologie, popř. kulturní a sociální prostředí. V rámci samotné analýzy makroprostředí byl zkoumán vliv klíčových ukazatelů národního hospodářství, kterými jsou vývoj *HDP*, inflace, kurzu české měny vzhledem k euru a nezaměstnanosti. Tyto údaje byly vybrány z toho důvodu, že jsou důležité pro sestavení finančního plánu, a zprostředkovaně taky pro samotné ocenění podniku.

Vývoj HDP

Hrubý domácí produkt představuje celkovou peněžní hodnotu statků a služeb vytvořenou za dané období, zpravidla jeden rok, na určitém území a používá se v ekonomii pro určování výkonnosti ekonomiky daného území. Vývoj *HDP* České republiky za období let 2003 až 2008 je uveden v Tab. 3.1.

Tab. 3.1 Vývoj HDP v ČR v letech 2003 – 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
HDP (v mld. Kč, běžné ceny)	2 577,1	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0
HDP (v mld. Kč, stálé ceny)	2 367,8	2 474,0	2 630,3	2 809,3	2 981,6	3 055,0
HDP (v %, reálně)	3,6	4,5	6,3	6,4	6,5	3,1

Zdroj: ČSÚ, ČNB

V České republice byl růst *HDP* obnoven v roce 1999. Velmi pozitivním rysem roku 2003 byla skutečnost, že hrubý domácí produkt ve stálých cenách vzrostl meziročně o 2,9 %, přičemž ve druhé polovině tohoto roku se růst ekonomiky pohyboval nad hranicí tří procent. Tento výsledek byl velmi příznivý, jelikož překonal výsledky ve většině vyspělých zemí. Rovněž byla posílena pozice České republiky vůči Evropské unii, poněvadž její ekonomika vzrostla v roce 2003 pouze o 0,7 %. Hrubý domácí produkt v běžných cenách dosáhl v roce 2003 objemu 2 577,1 mld. Kč, jak je patrné z Tab. 3.1. Hlavním zdrojem hospodářského růstu byla domácí poptávka, která zrychlila své tempo růstu na 2,9 %. V rámci odvětvové struktury HDP nedošlo oproti roku 2002 k žádným výrazným změnám. Mírně se zvýšil podíl služeb a stavebnictví (z 6,6 % na 6,9 %), a naopak klesl podíl průmyslu a zemědělství. Avšak ani tento pokles nebyl nijak výrazný.

Rovněž v roce 2004 pokračoval růst ekonomiky, když hrubý domácí produkt ve stálých cenách vzrostl oproti předchozímu roku o 4 %. Do té doby to byl historicky nejúspěšnější rok v novodobé historii ČR. Velmi příznivě zapůsobil zejména vstup ČR do Evropské unie, jenž se projevil rychlým růstem obrátu zahraničního obchodu. Bylo to způsobeno i tím, že vývoz zboží a služeb zrychlil meziroční růst na 20,9 % a vzrostl dokonce více než dovoz, který zrychlil na 18,5 %. V odvětvové struktuře *HDP* se mírně zvýšil podíl průmyslu, oproti stavebnictví, jehož podíl poklesl (z 6,9 % na 6,3 %). Sektory služeb a zemědělství v roce 2004 stagnovaly. Hrubý domácí produkt v běžných cenách dosáhl v roce 2004 objemu 2 814,8 mld. Kč, jak je opět zřejmé z Tab. 3.1.

V roce 2005 hospodářský růst velmi výrazně zrychloval. Hrubý domácí produkt vzrostl meziročně o 6,3 %. Růstový trend se však projevoval v průběhu celého roku 2005, když v 1. čtvrtletí vzrostla ekonomika o 5,3 % a ve čtvrtém čtvrtletí dokonce o 6,9 %. Právě tento výrazný růst znamenal, že ČR zúžila výkonnostní mezeru ve srovnání s průměrem Evropské unie. V Tab. 3.1 je možné vypořádat, že hrubý domácí produkt v běžných cenách dosáhl v roce 2005 objemu 2 983,9 mld. Kč. Hlavním zdrojem ekonomického růstu v tomto roce byl zahraniční obchod, a to i přesto, že jeho tempo se zpomalilo. Bylo to dáno zejména tím, že se zvýšil předstih růstu vývozu před dovozem. V rámci odvětvové struktury HDP si

polepšily sektor služeb a průmysl, jež oba zvýšily svůj podíl. Naopak u stavebnictví a zemědělství došlo ke snížení jejich podílu.

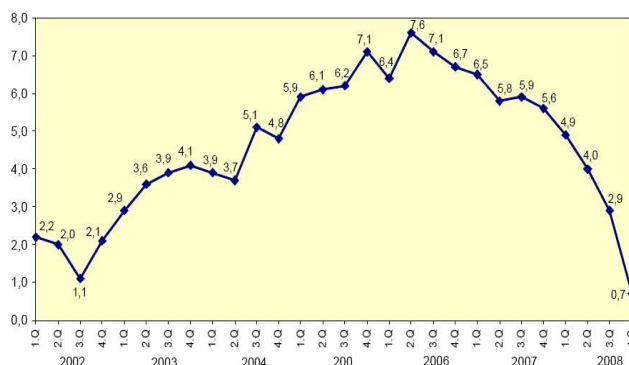
V roce 2006 pokračoval rychlý vývoj ekonomiky, když hrubý domácí produkt vzrostl meziročně o 6,4 %. Tímto vzrůstem se zařadila mezi nejrychleji rostoucí státy v Evropě. Hlavním zdrojem růstu se stala nově domácí poptávka, svůj nemalý význam měl však i zahraniční obchod, stejně jako v posledních dvou letech. Zvýšila se zejména investiční aktivita a také spotřeba domácností. V rámci odvětvové struktury *HDP* se opět zvýšil podíl průmyslu a po dvou letech vzrostl i podíl stavebnictví. Na druhou stranu v případě zemědělství a služeb došlo k poklesu, který byl v případě sektoru služeb výraznější. Hrubý domácí produkt v běžných cenách se v roce 2006 meziročně zvýšil a poprvé přesáhl hranici 3 000 mld. Kč, přesněji 3 222,4 mld. Kč.

Česká ekonomika vzrostla v roce 2007 o 6,5 %, což byl historicky nejlepší výsledek v novodobé historii ČR. Nejvíce byl tento růst podpořen zpracovatelským průmyslem, ale hlavním zdrojem byla, jako v minulém roce, domácí poptávka, kdy vzrostly výdaje domácností na konečnou spotřebu meziročně o 5,7 %. Česká republika se tak již poněkoliakrát v řadě zařadila k nejrychleji rostoucím zemím v Evropě. V rámci odvětvové struktury *HDP* se již poněkoliakrát zvýšil podíl průmyslu, a to výlučně zásluhou právě zpracovatelského průmyslu. Rovněž podíl zemědělství vzrostl, zatímco stavebnictví stagnovalo. Sektor služeb naopak svůj podíl snížil. Hrubý domácí produkt v běžných cenách dosáhl hodnoty 3 535,5 mld. Kč.

Světová finanční krize, která nakonec přerostla v krizi hospodářskou, zasáhla v roce 2008 také českou ekonomiku, jejíž růst se především na konci roku výrazně zpomalil. Hrubý domácí produkt ve čtvrtém čtvrtletí vzrostl pouze o 0,7 % a právě tento vývoj znamenal výrazně celoroční výsledek. Ekonomická výkonnost ekonomiky se zvýšila pouze o 3,1 %, což je zhruba poloviční výsledek oproti předchozímu roku. Tak výrazný dopad na českou ekonomiku byl způsoben zejména faktem, že v ekonomice Evropské unie se recese začala projevovat již ve 2. čtvrtletí, a právě Evropská unie je nejvýznamnějším odbytištěm tuzemské produkce. Negativní dopad však mělo i nižší tempo růstu spotřeby domácností, rychlé posilování koruny a rovněž růst cen surovin. V odvětvové struktuře *HDP* se zvýšil podíl sektoru služeb, zatímco podíl průmyslu se snížil a stavebnictví stagnovalo. V Tab. 3.1 je pak možné vidět, že hrubý domácí produkt v běžných cenách dosáhl hodnoty 3 689 mld. Kč.

Na Obr. 3.3 je zachycen čtvrtletí vývoj hrubého domácího produktu v letech 2002 – 2008.

Obr. 3.3 Čtvrtletní vývoj HDP v letech 2002 až 2008 (meziroční změna v %, stálé ceny, sezónně očištěno)



Zdroj: ČSÚ, graf MPO – Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví působnosti MPO za rok 2008

Inflace

Inflace je ekonomický jev, který označuje všeobecný růst cenové hladiny, neboli snížení kupní síly peněz. Vývoj míry inflace v ČR je zaznamenán v Tab. 3.2.

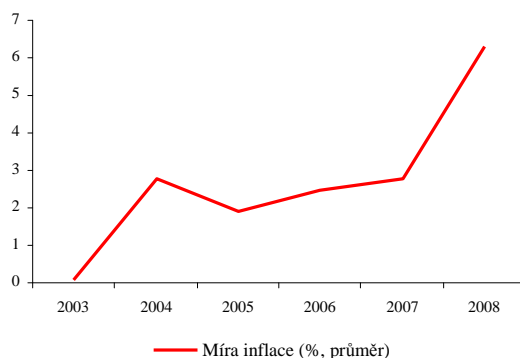
Tab. 3.2 Vývoj míry inflace v ČR v letech 2003 až 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Míra inflace (% , průměr)	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3

Zdroj: ČSÚ

Jak je patrné z Tab. 3.2, míra inflace je ve sledovaném období relativně stabilní a nízká, s výjimkou v roce 2008, kdy dosáhla hodnoty 6,3 %. Hlavním zdrojem inflace v tomto roce byl sektor bydlení, který vysoce citlivě reagoval na růst cen energetických surovin. Vzrostly totiž ceny zemního plynu, elektřiny, tepla a teplé vody a dokonce i ceny čistého nájemného. Ke konci roku sice došlo ke zpomalení, avšak na výslednou hodnotu 6,3 % to významnější vliv nemělo. Vývoj inflace ve sledovaném období je graficky zobrazen v Obr. 3.4.

Obr. 3.4 Vývoj míry inflace v letech 2003 - 2008



Kurz CZK/EUR

Měnový kurz české koruny vůči euru je zobrazen v následující Tab. 3.3. Z tabulky je patrné, že ve sledovaném období let 2003 až 2008 kurz CZK/EUR klesá, a to z hodnoty 31,844 v roce 2003 na hodnotu 24,960 v roce 2008.

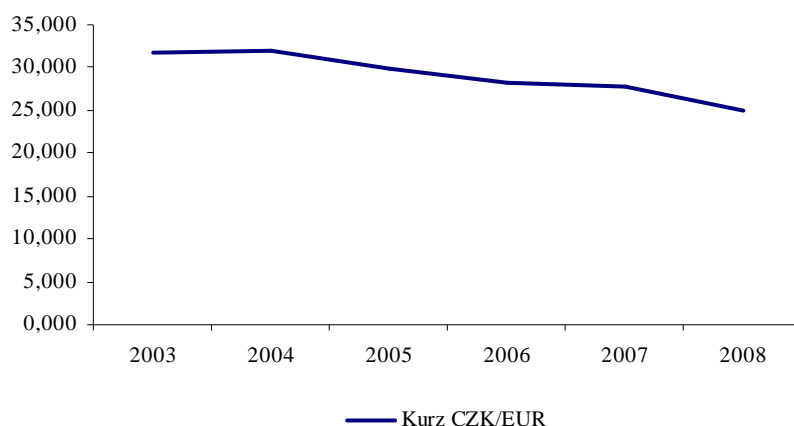
Tab. 3.3 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2003 - 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Kurz CZK/EUR	31,844	31,904	29,784	28,343	27,762	24,960

Zdroj: ČNB, BusinessInfo.cz

Vývoj zachycený v Tab. 3.3 je možné považovat za poměrně stabilní, s výjimkou roku 2008, kdy došlo oproti ostatním obdobím k nejvýraznějšímu poklesu. Výsledné hodnoty z tabulky jsou zachyceny i graficky v Obr. 3.5.

Obr. 3.5 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2003 - 2008



Vývoj nezaměstnanosti

Obecná míra nezaměstnanosti se počítá jako podíl počtu nezaměstnaných k celkové pracovní síle, tzn. ke všem osobám, jež jsou schopné pracovat (tedy jak k zaměstnaným, tak i k nezaměstnaným). V Tab. 3.4 jsou zaznamenány hodnoty míry nezaměstnanosti dosažené v ČR mezi léty 2003 a 2008.

Tab. 3.4 Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v ČR v letech 2003 – 2008 v %

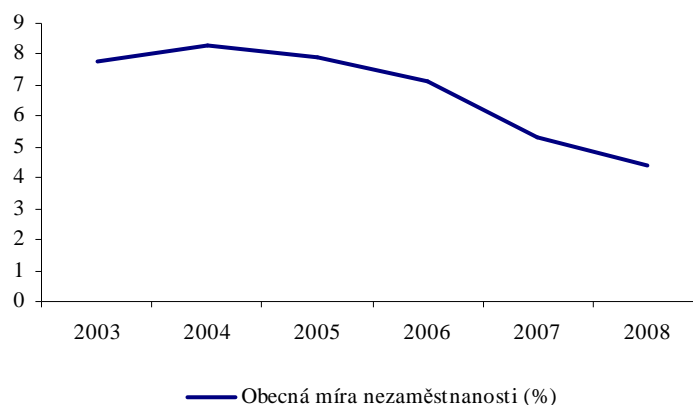
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obecná míra nezaměstnanosti	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4

Zdroj: ČSU

Jak je zřejmé z výše uvedené Tab. 3.4, míra nezaměstnanosti ve sledovaném období kolísala a v průběhu let 2003 – 2005 se pohybovala stabilně okolo hranice 8 %. Také si je

možné povšimnout, že od roku 2004 docházelo k postupnému snižování míry nezaměstnanosti, až na hodnotu 4,4 % v roce 2008. Výše uvedené hodnoty jsou graficky zobrazeny v následujícím Obr. 3.6.

Obr. 3.6 Obecná míra nezaměstnanosti v ČR v letech 2003 - 2008



3.4.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí podniku zahrnuje zpravidla analýzu vnějších a vnitřních vlivů, které mohou působit a ovlivňovat činnost podniku. Zejména vnější vlivy je důležité analyzovat, jelikož na jejich působení nemá podnik takový vliv. Mezi tyto vnější vlivy se řadí veškeré ekonomické subjekty, se kterými podnik v zájmu uspokojení potřeb svých zákazníků, přichází do kontaktu, tj. konkurence, partnerské firmy, zákazníci a veřejnost.

3.4.2.1 Konkurence

V této podkapitole práce budou analyzováni největší konkurenti společnosti Metrostav a.s., a to z hlediska umístění ve statistice TOP 100 – stavební činnost (Česko)²⁷ podle ročního obrátu firmy. Jedná se o společnosti Skanska a.s. (i přesto, že pro statistiku neposkytl potřebné údaje), EUROVIA CS, a.s., STRABAG a.s., S group holding, a.s. a OHL ŽS, a.s.

Skanska a.s.

Skanska je čtvrtá největší developerská a stavební skupina na světě, tzn., své služby poskytuje v oblasti stavebnictví a projektového developmentu. Skanska a.s. působí v České

²⁷ dostupné z: <http://www.estav.cz/stat/top/stav-obrat-cz.asp>

i Slovenské republice a je součástí světového koncernu Skanska se sídlem ve švédském Stockholmu. Původně vznikla v roce 1887 jako švédská společnost AB Skanska Cementgjtereit, jež vyráběla betonové dekorační dílce. Tato společnost se v průběhu let transformovala na mezinárodní společnost univerzálního charakteru, tzn., v současnosti se zaměřuje na poskytování komplexních služeb ve stavebním průmyslu. Samotný název „Skanska“ se používá od roku 1984.

Základním předmětem činnosti společnosti jsou všechny obory stavebnictví, a dále také vývoj a prodej vlastních bytových a komerčních projektů, správa majetku a související služby²⁸. Společnost je dělena do šesti samostatných divizí dle oboru podnikání; jedná se o divize Pozemní stavitelství, Silniční stavitelství, Železniční stavitelství, Betonové konstrukce, Skanska Reality a Servis. V ČR dále působí ještě společnosti Skanska Infrastructure Development a Skanska Property Czech Republic, s.r.o.

Skanska Infrastructure Development působí nejen na českém trhu, ale také na Slovensku, v Polsku, ve Velké Británii, v severní a jižní Americe a samozřejmě i v severských oblastech. Jejím úkolem je vývoj a provozování projektů v oblasti PPP. Skanska Property Czech Republic, s.r.o. je dceřinou společností švédské skupiny Skanska Commercial Development Europe. Společnost působí na našem trhu od roku 1997 a zaměřuje se na vývoj a prodej komerčních nemovitostí. Tuto činnost provádí komplexně, tzn., spravuje projekty od prvotního konceptu až po pronájem celé budovy.

EUROVIA CS, a.s.

Společnost EUROVIA CS, a.s., dříve Stavby silnic a železnic, a.s., patří k nejvýznamnějším stavebním firmám v ČR a je jedničkou v oblasti dopravního stavitelství. Na českém trhu působí již 55 let; svou činnost provozuje i na území Slovenské republiky. V roce 2006 se stala jejím stoprocentním vlastníkem francouzská společnost EUROVIA, jež je součástí největšího stavebně koncesního světového koncernu VINCI a působí jako silniční divize tohoto koncernu.

Předmětem činnosti společnosti je především dopravní stavitelství, kterému dominuje výstavba a modernizace silniční a dálniční sítě v ČR. Dalšími aktivitami společnosti jsou železniční stavby, mostní stavby, sportovní stavby a památková centra. Důležitým segmentem jsou speciální stavby, tj. výstavba kanalizačních a vodovodních sítí, čistíren odpadních vod a čerpacích stanic pohonných hmot, ekologické zabezpečení skládek, ale také vlastní výroba

²⁸ dostupné z: <http://www.skanska.cz/cz/>

a instalace protihlukových stěn. Společnost své služby nabízí i v oblasti zimní údržby komunikací.

STRABAG a.s.

Společnost STRABAG a.s. je rovněž jedním z předních poskytovatelů služeb v oblastech dopravního, pozemního a inženýrského stavitelství na území celé České republiky. Společnost je součástí koncernu STRABAG SE. Při své činnosti spolupracuje s dalšími koncernovými společnostmi a disponuje také sítí obaloven provozovaných pod značkou BOHEMIA ASFALT a kamenolomů provozovaných firmou KAMENOLOMY ČR s.r.o.

V současnosti je předmětem činnosti této společnosti v oblasti dopravního a inženýrského stavitelství výstavba silnic, dálnic, zpevněných ploch, sportovišť a zařízení pro volný čas, zajišťovacích a ochranných staveb, vedení a kanalizací, ekologických staveb, železničních staveb, a dále také výstavba a rekonstrukce mostů, výstavba tunelů, letišť a zkušebních drah. V případě pozemního stavitelství se společnost věnuje výstavbě komerčních a průmyslových objektů, a také bytové a občanské výstavbě.

S group holding, a.s.

S group holding, a.s. vznikla jako stavební, developerská a investiční skupina v roce 2007 transformací firmy SYNER, s.r.o. a jejích dceřiných společností. Firma SYNER byla založena v roce 1991 jako malá regionální firma, ale postupně se stala jednou z největších stavebních společností v České republice. Prostřednictvím svých dceřiných společností pak rozšířila pole své působnosti i na oblasti developmentu či správy budov.

Skupina se skládá ze šesti divizí – stavební, developerské, správy majetku, zahraniční, filantropie a ostatní. První tři zmíněné lze považovat v konkurenci pro Metrostav a.s. za nejdůležitější. Stavební divize se zabývá realizací pozemních a průmyslových staveb, vodohospodářských staveb, technologických staveb, sanacemi starých ekologických zátěží a rovněž dopravními stavbami. Svou činnost provádí nejen na území ČR, ale také na Slovensku, v Rusku, Rumunsku a ve Spojených arabských emirátech. V posledních letech usiluje o expanzi i do dalších zemí, např. do Bulharska. Hlavním předmětem činnosti divize developmentu je vyhledávání, evaluace a následná realizace developerských projektů. Divize správy majetku pak provozuje a spravuje areály a budovy.

OHL ŽS, a.s

OHL ŽS, a.s. vznikla jako přímý nástupce státního podniku Železniční stavitelství Brno, který byl založen v roce 1952. Jeho základní činností bylo zajišťovat stavební práce pro tehdejší Československé státní dráhy, tzn., jednalo se o výstavbu, rekonstrukce a opravy železničních tratí a budov. Na akciovou společnost byl státní podnik transformován v roce 1992. V současnosti je OHL ŽS, a.s. pátou největší stavební firmou v ČR. Nepůsobí však jen na českém trhu, ale také na trhu slovenském, a od roku 2008 svou činnost provádí například i v Bulharsku, Maďarsku, Černé Hoře nebo Ázerbájdžánu.

Majoritním vlastníkem společnosti je v současné době španělská stavební skupina OHL, která vlastní 97,71 % akcií. OHL je mezinárodní skupina pro stavební činnost, stavební koncese a služby a je zároveň jedna z největších stavebních společností ve Španělsku. Ve stavebním průmyslu skupina OHL působí při výstavbě dopravní infrastruktury, vodohospodářských staveb, potrubní přepravy, ekologických staveb, energetických staveb a rezidenčních i nerezidenčních budov (tj. nemocnice, administrativní budovy, školy apod.). Zároveň zajišťuje údržbu těchto staveb, ale i renovace a rekonstrukce mnoha dalších. Na základě koncesí se pak podílí také na výstavbě, správě a provozu dálnic, obchodních přístavů, letišť a železnic.

3.5 Relevantní trh

Vymezení relevantního trhu se při oceňování podniku řadí mezi velmi důležité činnosti, jelikož slouží k definování trhu, na kterém se oceňovaná společnost nachází, popř. slouží k vymezení alespoň té části trhu, pro kterou jsou dostupná data potřebná pro stanovení hodnoty podniku v případě, že takový podnik provozuje svou činnost na více trzích. Za relevantní trh společnosti Metrostav a.s. je v rámci této práce považováno pouze území České republiky, ačkoli společnost uskutečňuje svou podnikatelskou činnosti i na území Slovenské republiky a zprostředkovaně přes skupinu DDM Group i v rámci Evropy.

4 Analýza a ocenění společnosti

Tato kapitola diplomové práce je věnována samotnému procesu ocenění společnosti Metrostav a.s. pomocí vybraných metod ocenění. Její součástí je rovněž finanční analýza, která je uvedena v první podkapitole, a sestavení finančního plánu.

Společnost bude oceněna čtyřmi metodami, kterými jsou metoda *DCF-Entity*, *DCF-Equity* a metoda *EVA-Entity* a *EVA-Equity*. Ve všech případech půjde o třífázové ocenění, přičemž první fáze bude trvat čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze potrvá od osmého roku do nekonečna. Třífázová metoda byla zvolena z toho důvodu, že management společnosti ve sledovaném období let 2009 – 2016 předpokládá existenci tří vývojových fází. Těmito fázemi je pro první fázi ocenění růst, pro druhou fázi ocenění stabilní vývoj a pro třetí fázi ocenění opět počítá s růstem.

4.1 Finanční analýza

Tato část práce je zaměřena na aplikaci vybraných poměrových ukazatelů, tj. ukazatelů rentability, finanční stability a zadluženosti, aktivity a likvidity včetně zhodnocení zjištěných výsledků za období let 2003 – 2008. Účetní výkazy společnosti Metrostav a.s., jež budou použity při výpočtech výše zmíněných ukazatelů finanční analýzy, jsou k práci připojeny jako příloha 3.

4.1.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability obecně poměřují zisk a vložený kapitál a slouží k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti. Pomocí nich je možné zjistit, jak daný podnik zhodnocuje vložené prostředky. Hodnoty ukazatelů rentability zjištěné podle vzorců (2.1), (2.3) a (2.4) jsou uvedeny v Tab. 4.1.

Tab. 4.1 Ukazatele rentability společnosti Metrostav a.s. (% , 2003 – 2008)

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita aktiv	6,23	5,98	8,26	8,88	5,99	5,37
Rentabilita dlouhodobých zdrojů	17,34	14,62	18,77	20,61	12,71	10,82
Rentabilita vlastního kapitálu	18,94	19,38	24,83	29,33	20,91	17,42

Ukazatel rentability aktiv (ROA) je klíčovým ukazatelem pro měření výnosnosti, neboť vyjadřuje celkovou výnosnost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů byla tato aktiva

pořízena. V prvním sledovaném roce, tj. v roce 2003, nabyl ukazatel hodnoty 6,23 %, což znamená, že každá koruna celkových aktiv přinesla pro podnik 0,0623 Kč provozního hospodářského výsledku. Ukazatel by se měl v optimálních podmínkách vyvíjet rostoucím trendem. Stejně tomu je i u ostatních ukazatelů rentability. V případě oceňované společnosti však docházelo ve sledovaném období let 2003 – 2008 k výraznému kolísání všech vybraných ukazatelů, jak je ostatně patrné z Tab. 4.1. Ukazatel *ROA* v roce 2004 mírně poklesl na hodnotu 5,98 %, v následujících dvou letech pak postupně rostl až na hodnotu 8,88 % v roce 2006. V roce 2007 však opět došlo k poklesu, který pokračoval i v roce 2008, kdy bylo dosaženo nejnižší hodnoty ukazatele za celé sledované období, tj. 5,37 %.

Nejvýznamnější v celém vývoji ukazatele byl pokles jeho hodnoty v roce 2007 oproti roku předcházejícímu, kdy tento pokles činil 2,89 %. Největší vliv na tento vývoj měla skutečnost, že společnost v roce 2007 dosáhla výrazně nižšího provozního hospodářského výsledku, který do tohoto roku postupně narůstal. Také druhá položka důležitá při výpočtu *ROA* – celková aktiva – v roce 2007 vzrostla podstatně méně než tomu bylo doposud. Nejvýrazněji se na tomto nízkém přírůstku podílely zejména položky zásob, jejichž hodnota se oproti roku 2006 snížila o více než 250 mil. Kč. Nejvíce v oblasti zásob poklesla položka „Nedokončená výroba a polotovary“, což je spíše pozitivní jev, neboť vypovídá o tom, že v roce 2007 společnost ukončila rozpracované stavby a úspěšně je předala objednavatelům. Problematickým faktorem bylo hlavně to, že společnost nezískala tolik nových stavebních zakázek. Obě výše zmíněné skutečnosti byly mimo jiné způsobeny faktory, jež zasáhly celý český stavební trh. Jednalo se především o stoupající ceny energií a surovin, nedostatek stavebních hmot i kvalifikovaného personálu, nerovné podmínky na trhu EU apod.²⁹ Problémem však byl v tomto roce také nedostatek veřejných zakázek v segmentu inženýrských staveb, především v oblasti dopravní infrastruktury (tj. chybějící legislativní příprava těchto projektů). Rok 2008 pak byl pro Metrostav a.s. velice úspěšný. Avšak i tato společnost byla ve druhé polovině roku zasažena hospodářským útlumem, který byl reakcí na propukající hospodářskou krizi. Právě to způsobilo, že ukazatel *ROA* opět mírně poklesl, a to o cca 0,6 procentního bodu. Příčinou byl pokles provozního výsledku hospodaření, na jehož snížení měli největší podíl pokles výkonů a nárůst výkonové služby a mzdových nákladů.

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE) vyjadřuje, do jaké míry došlo ke zhodnocení aktiv společnosti, která byla financována vlastním a cizím dlouhodobým kapitálem. V roce 2003 dosahoval ukazatel hodnoty 17,34 %. Ukazatel *ROCE* se během

²⁹ výroční zpráva Metrostav a.s. pro rok 2007, str. 20

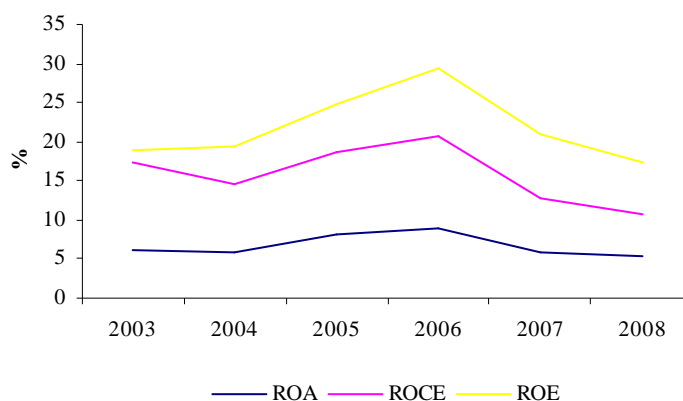
sledovaného období vyvíjel stejně jako ukazatel *ROA*, tzn. v roce 2004 došlo oproti roku 2003 k poklesu, v dalších letech ukazatel vzrostl až na hodnotu 20,61 % v roce 2006 a v roce 2007 došlo k výraznému propadu hodnoty ukazatele, který pokračoval i v roce následujícím, kdy ukazatel dosáhl nejnižší hodnoty během celého období, tzn. 10,82 %. Jediným důvodem výše zmíněné situace je vývoj provozního hospodářského výsledku, který je popsán v hodnocení vývoje ukazatele *ROA*. Hodnoty vlastního i cizího dlouhodobého kapitálu během všech let narůstaly a opět se opakovala stejná situace jako v případě celkových aktiv, tzn., v roce 2007 se nárůst oproti předchozím létům zpomalil.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje celkovou výnosnost kapitálu, který do společnosti vložili její akcionáři. V roce 2003 dosáhl ukazatel hodnoty 18,94 %. V následujících letech docházelo, oproti ostatním dvěma uvedeným ukazatelům, k postupnému nárůstu, a to až do výše 29,33 % v roce 2006. V roce 2007 již pak opět došlo k velmi výraznému snížení hodnoty ukazatele, které pokračovalo i v roce následujícím, kdy hodnota *ROE* činila 17,42 %. Stejně jako u předchozím ukazatelů měl vliv na pokles v roce 2007 zisk, tentokrát se jednalo o čistý zisk, u něhož došlo v roce 2007 k poklesu o více než 268 mil. Kč oproti roku 2006. Svůj podíl na propadu výsledku hospodaření měl i vlastní kapitál, u kterého došlo v roce 2007 k výraznému zpomalení růstu.

Z hlediska měření úspěšnosti podniku je důležité, aby ukazatel *ROE* v porovnání s ukazatelem *ROA* splňoval ve všech letech podmínku, kterou lze vyjádřit vztahem $ROE > ROA$. Tato podmínka svědčí o tom, že společnost efektivně využívá cizí zdroje. V případě společnosti Metrostav a.s. je podmínka splněna ve všech analyzovaných letech.

Srovnání dosažených výsledků všech výše uvedených ukazatelů rentability v čase znázorňuje následující Obr. 4.1.

Obr. 4.1 Ukazatele rentability



4.1.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatele finanční stability a zadluženosti slouží k indikaci míry rizika, jenž podnik podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů. Hodnoty ukazatelů finanční stability a zadluženosti zjištěné pomocí vzorců (2.5) až (2.11) jsou zobrazeny v Tab. 4.2.

Tab. 4.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti společnosti Metrostav a.s. (% , 2003 – 2008)

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Finanční samostatnost (v %)	25,14	23,32	24,97	26,33	27,67	30,00
Stupeň krytí stálých aktiv (v %)	137,43	155,88	140,38	167,87	187,81	196,05
Finanční páka	3,98	4,29	4,00	3,80	3,61	3,33
Celková zadluženost (v %)	73,47	75,05	71,77	71,45	68,71	66,82
Zadluženost VK (v %)	292,23	321,85	287,41	271,34	248,33	222,75
Úrokové krytí	38 468,69	130,08	140,40	263,73	223,54	478,84
Úrokové zatížení	0,000026	0,0077	0,0071	0,0038	0,0045	0,0021

Ukazatel finanční samostatnosti udává, do jaké míry je podnik vlastními zdroji schopen pokrýt svůj majetek. Trendem tohoto ukazatele je nárůst v čase, protože čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím finančně stabilnější podnik je. V roce 2003 ukazatel dosáhl hodnoty 25,14 %, tzn. že na 1 Kč celkových aktiv připadá 0,2514 Kč vlastního kapitálu. Ukazatel během celého sledovaného období postupně narůstal, s výjimkou roku 2004, kdy došlo ke snížení oproti předchozímu roku o 1,82 %. Nejvyšší hodnoty dosáhl ukazatel v roce 2008, kdy činil rovných 30 %, tzn. na 1 Kč celkových aktiv připadlo 0,3 Kč vlastního kapitálu. Růst v čase byl zapříčiněn jak nárůstem vlastního kapitálu podniku, tak i celkových aktiv společnosti.

Ukazatel stupně krytí stálých aktiv poměruje stálá aktiva s dlouhodobým kapitálem. Hodnota ukazatele by měla optimálně dosahovat minimálně 100 %, tzn. veškerá stálá aktiva by měla být pokryta dlouhodobým kapitálem, a to jak vlastním, tak i cizím. Trendem tohoto ukazatele je rovněž nárůst v čase a opět slouží k posuzování finanční stability, tzn. čím vyšší hodnoty je dosaženo, tím je podnik finančně stabilnější. Během let 2003 až 2008 podnik splňoval obě výše uvedená kritéria; nejenže přesahoval hranici 100 %, ale postupně navyšoval hodnotu ukazatele z 137,43 % v roce 2003 na 196,05 % v roce 2008. Na základě analýzy ukazatele stupně krytí stálých aktiv je možné říct, že se společnost Metrostav a.s. jeví jako velice finančně stabilní podnik, který navíc neustále svou stabilitu posiluje.

Ukazatel finanční páky vyjadřuje podíl celkových aktiv na vlastním kapitálu společnosti. Doporučeným trendem pro tento ukazatel je stabilní vývoj v čase. Vývoj

ukazatele společnosti Metrostav a.s. lze označit za relativně stabilní, jak je patrné z Tab. 4.2. Pouze v letech 2007 a 2008 došlo k výraznějšímu poklesu oproti předchozím letem.

Ukazatel celkové zadluženosti poměřuje cizí kapitál k celkovým aktivům a platí pro něj obecně, že čím vyšších hodnot je dosaženo, tím vyšší riziko podstupují věřitelé společnosti. Doporučeným trendem pro tento ukazatel je jeho pokles v čase. S výjimkou roku 2004 tato společnost Metrostav a.s. ve sledovaném období dodržela. Tento nárůst o 1,58 % byl způsoben zejména skutečností, že si společnost v roce 2004 sjednala dlouhodobý i krátkodobý bankovní úvěr v úhrnné výši 240 mil. Kč. I přesto ukazatel celkové zadluženosti hned v následujícím roce klesl, a to dokonce na nižší úroveň než jaké dosáhl v roce 2003. Vůbec nejnižší hodnotu získal ukazatel v posledním sledovaném roce, tzn. 66,82 %.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu se vypočítá jako podíl cizího a vlastního kapitálu. V případě stabilních společností by se měla hodnota tohoto ukazatele pohybovat v rozmezí přibližně od 80 % do 120 %. Z tab. 4.2 je však na první pohled zřejmé, že v případě analyzované společnosti se hodnoty ukazatele pohybují vysoko nad 200 %. V roce 2004 to bylo dokonce i více než 300 %, přesněji 321,85 %. Stejně jako u předchozího ukazatele, je trendem v tomto případě pokles v čase. Opět s výjimkou roku 2004 je trend dodržen, přičemž důvod je stejný jako v případě ukazatele celkové likvidity, tzn., společnost si v tomto roce sjednala krátkodobý i dlouhodobý bankovní úvěr, což relativně významně zvýšilo cizí kapitál společnosti. Tyto velmi vysoké hodnoty však nejsou způsobeny špatnou politikou řízení zdrojů, ale dá se říci, že jsou poměrně typické pro společnosti podnikající ve stavebnictví. Zakázky společnosti jsou velice individuální, různorodé a výrazně odlišné jak v jednotlivých letech, tak i v průběhu těchto let. Charakteristickým rysem stavebních podniků je rovněž vysoký podíl krátkodobého kapitálu, zejména pak krátkodobých závazků z obchodních vztahů. U analyzované společnosti Metrostav a.s. tomu není jinak.

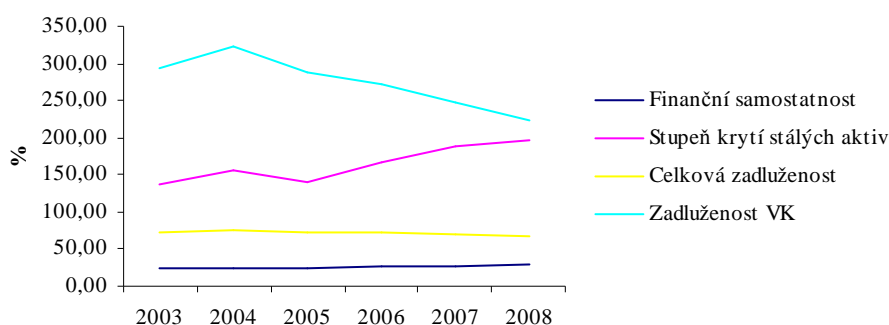
Předposlední z ukazatelů finanční stability a zadluženosti, **ukazatel úrokového krytí**, poměřuje provozní hospodářský výsledek s nákladovými úroky a udává, kolikrát je ziskem zajištěno placení úroků, tzn. kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku. Ukazatel slouží společnosti především ke zjištění, zda je pro ni její dluhové zatížení únosné. Trendem ukazatele by měl být nárůst v čase, tzn. platí, že čím vyšší je úrokové krytí, tím je finanční situace podniku lepší. Ve společnosti Metrostav a.s. je tento trend splněn od roku 2004. Příčinou tohoto vývoje jednak nárůst nákladových úroků a jednak taky nárůst provozního hospodářského výsledku. V roce 2007 pak došlo k poklesu ukazatele. Příčinou byl výrazný pokles provozního zisku v tomto roce, jehož vývoj je popsán v hodnocení ukazatele *ROA*. Zcela výjimečným z hlediska ukazatele úrokového krytí byl rok 2003, kdy hodnota ukazatele

činila 38 468 690 %. Toto bylo dáno zejména tím, že v roce 2003 činili nákladové úroky společnosti pouze 13 tis. Kč.

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je **ukazatel úrokového zatížení**. Ten vyjadřuje, jakou část provozního zisku odčerpávají úroky. Trend tohoto ukazatele je opačný než u ukazatele úrokového krytí, tj. měl by v čase klesat. U společnosti Metrostav a.s. vývoj ukazatele v čase kolísá. Důvody tohoto jsou stejné jako u předchozího ukazatele.

Srovnání dosažených výsledků všech výše uvedených ukazatelů finanční stability a zadluženosti znázorňuje Obr. 4.2.

Obr. 4.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti v %



4.1.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží k měření schopnosti podniku využívat a hospodařit se svými aktivy. Hodnoty ukazatelů aktivity vypočítané pomocí vzorců (2.12) až (2.16) jsou součástí Tab. 4.3.

Tab. 4.3 Ukazatele aktivity společnosti Metrostav a.s. (dny, 2003 – 2008)

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrátka celkových aktiv	1,76	1,82	1,86	1,58	1,57	1,47
Doba obratu aktiv	204,04	197,30	194,00	227,27	228,95	244,42
Doba obratu zásob	39,21	9,10	8,27	18,23	14,16	5,48
Doba obratu pohledávek	63,75	86,56	99,14	113,50	108,67	110,74
Doba obratu závazků	140,78	131,84	123,11	146,83	141,30	146,51

Poznámka: obrátka celkových aktiv není udávána ve dnech

Ukazatel rychlosti obratu celkových aktiv neboli **obrátky celkových aktiv** slouží k měření, s jakou intenzitou podnik využívá svůj celkový majetek. Trendem ukazatele je jeho nárůst v čase a platí, že čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím je využívání majetku podnikem efektivnější. V případě společnosti Metrostav a.s. hodnoty ukazatele do roku 2005

narůstaly. V roce 2006 však došlo k snížení a právě od tohoto roku začal ukazatel klesat. Tento efekt je způsoben tím, že v roce 2006 došlo sice k růstu celkových aktiv i tržeb, ale právě položka tržeb vzrostla oproti předchozímu roku pouze o necelých 1 178,5 mil. Kč, zatímco v předchozích dvou letech vzrostly tržby meziročně o téměř 4 206 mil. Kč v roce 2004, resp. o více než 2 697,3 mil. Kč v roce 2005. V roce 2007 pak došlo dokonce k poklesu tržeb o 52,4 mil. Kč. Také v případě celkových aktiv došlo ke zpomalení jejich růstu právě v letech 2007 a 2008, což rovněž přispělo k poklesu celkové hodnoty ukazatele.

Obrácenou hodnotou ukazatele rychlosti obratu je **ukazatel doby obratu aktiv**, který vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu aktiv ve vztahu k tržbám³⁰. Trendem je v tomto případě pokles ukazatele v čase. Vývoj ukazatele společnosti Metrostav a.s. byl v prvních třech letech zkoumaného období velmi příznivý, jelikož jeho hodnoty klesly z původních 204 dnů v roce 2003 na 194 dnů v roce 2005. V roce 2006 pak došlo k poměrně významnému nárůstu, který pokračoval i v následujících dvou letech. Právě v posledním analyzovaném roce 2008 dosáhl ukazatel nejvyšší hodnoty, a to téměř 244,5 dne. Tato situace souvisí s vývojem tržeb i celkových aktiv, který je vysvětlen v hodnocení předchozího ukazatele. Za hlavní příčinu lze považovat především výše uvedený nepříznivý vývoj tržeb zejména v roce 2006, jež působí na všechny ukazatele aktivity. Vývoj ukazatele zejména v posledních třech letech není příliš příznivý a společnost by se měla snažit snižovat hodnotu tohoto ukazatele.

Dalším ukazatelem je **ukazatel doby obratu zásob**, který udává, po jak dlouhou dobu jsou oběžná aktiva podniku vázána v podobě zásob. Obecně platí, že by se měl podnik snažit dobu obratu zásob zkracovat, neboť s existencí zásob vznikají podniku další náklady, například v podobě nákladů na skladování apod. Analyzované společnosti se daří trend snižování ukazatele plnit velice spolehlivě, s výjimkou roku 2006, kdy ukazatel ovlivnil zejména nepříznivý vývoj tržeb, jak již bylo ostatně uvedeno výše. Na vývoji ukazatele se však taky významně podílely zásoby. V roce 2003 držela společnost oběžný majetek v podobě zásob ve výši více než 1,5 mld. Kč, v roce 2004 to bylo již jen cca 464,2 mil. Kč. Významnější zásoby držela společnost ještě v roce 2006, a to ve výši 1,126 mld. Kč. Pro stavební průmysl je však zcela typický vysoký podíl nedokončené výroby, která se u stavebních společností podílí největší mírou na zásobách. Důvodem této skutečnosti je, že výstavba většiny objektů je časově náročná a k jejich dokončení je potřeba velmi často několika měsíců a v některých případech i let. Toto vysvětluje situaci v letech 2003 a 2006,

³⁰ Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2006, str. 83.

kdy společnost získala velké množství zakázek, které pak dokončovala a předávala v letech následujících, ve kterých se položka nedokončené výroby oproti těmto letům výrazně snížila.

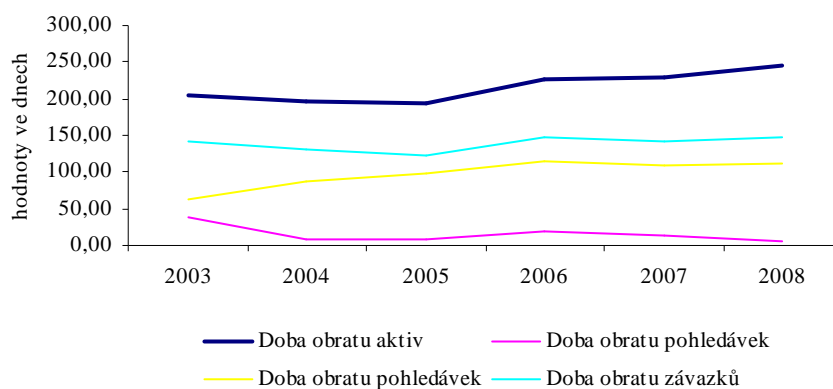
Dalším ukazatelem je **ukazatel doby obratu pohledávek**, který vypovídá o tom, jak jsou společnosti spláceny její pohledávky vůči jiným subjektům. Doporučeným trendem ukazatele je pokles v čase. Metrostav a.s. se však potýkal ze zcela opačným vývojem, kdy v průběhu všech šesti sledovaných let hodnoty ukazatele postupně narůstaly. Jedinou výjimkou byl rok 2007, kdy došlo ve vývoji ukazatele k mírnému poklesu z původních 113,5 dne v roce 2006 na 108,7 dne. Na tomto nepříliš příznivém vývoji se velice výrazně podílely pohledávky společnosti, které v průběhu let 2003 až 2006 velmi výrazně narůstaly, zejména pohledávky z obchodních vztahů, a to jak dlouhodobé, tak i krátkodobé. Rozdíl mezi roky 2003 a 2006 byl více než 4,5 mld. Kč. V roce 2007 pak došlo k mírnému poklesu v oblasti pohledávek, což bylo příčinou mírného poklesu ve vývoji ukazatele.

Posledním ukazatelem z oblasti ukazatelů aktivity je **ukazatel doby obratu závazků**. Ten naopak vypovídá o tom, jak rychle společnost splácí své závazky jiným subjektům. Tento ukazatel by se měl vyvíjet relativně stabilně. V případě společnosti Metrostav a.s. se dá vývoj ukazatele považovat za stabilní, jelikož se ve většině let pohybuje nad hranicí 140 dnů. Výjimkou jsou pak roky 2004 a 2005, kdy ukazatel dosáhl hodnot 131,84, resp. 123,11 dne.

U ukazatelů aktivity se používá tzv. „pravidlo solventnosti“, které říká, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek. V opačném případě by mohlo dojít k narušení finanční rovnováhy podniku. Společnost Metrostav a.s. toto pravidlo úspěšně dodržela během všech šesti sledovaných let.

Dosažené výsledků všech výše zmíněných ukazatelů aktivity znázorňuje Obr. 4.3.

Obr. 4.3 Ukazatele aktivity



4.1.4 Ukazatele likvidity

Likvidita obecně znamená schopnost podniku hradit své závazky. Ukazatele likvidity tedy slouží k ověření schopnosti podniku splácet zejména krátkodobé závazky. V Tab. 4.4 jsou zaznamenány hodnoty ukazatelů likvidity vypočítané pomocí vzorců (2.17) až (2.19).

Tab. 4.4 Ukazatelů likvidity společnosti Metrostav a.s. (2003 – 2008)

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita	1,160	1,268	1,291	1,351	1,504	1,563
Pohotová likvidita	0,854	1,188	1,211	1,204	1,378	1,515
Okamžitá likvidita	0,355	0,424	0,242	0,291	0,414	0,556

Celková neboli běžná **likvidita** poměřuje oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Ukazatel by se měl v čase vyvíjet stabilně. Za jeho přiměřenou výši je považováno rozmezí od 1,5 do 2,5. V případě společnosti Metrostav a.s. je však ukazatel postupně roste z původních 1,16 v roce 2003 na 1,563 v roce 2008. Do doporučeného rozmezí se ukazatel dostal až v roce 2007, kdy poprvé přesáhl dolní hranici 1,5. Uvedený nárůst by mohl být považován za příznivý, jelikož snahou společnosti mohlo být právě zvýšení celkové likvidity do výše zmíněného pásma. Postupný růst ukazatele byl způsoben jak růstem na straně celkových aktiv, tak i růstem na straně krátkodobých závazků.

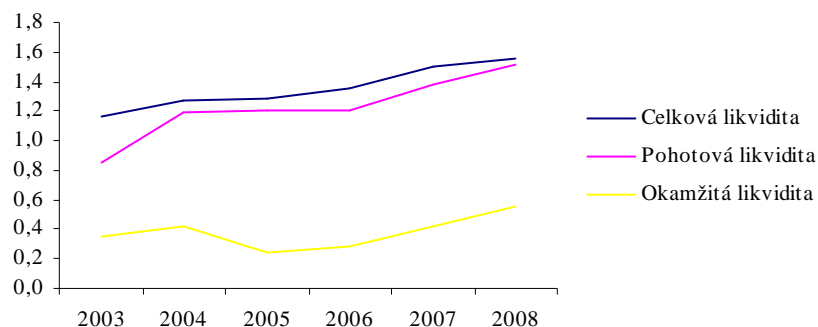
Ukazatel pohotové likvidity poměřuje rovněž oběžná aktiva s krátkodobými závazky, tentokrát jsou však z položky oběžných aktiv odstraněny zásoby. V případě tohoto ukazatele je příznivý růst v čase a doporučená hodnota by se měla pohybovat v rozmezí od 1 do 1,5. Obě tyto skutečnosti analyzovaná společnost splňuje v období let 2004 až 2007. V roce 2003 činila hodnota ukazatele pohotové likvidity 0,854, tzn. pohybovala se mírně pod hranicí 1. V roce 2008 pak ukazatel překročil horní pásmo 1,5, ačkoliv nepříliš výrazně, tj. hodnota ukazatele byla 1,515.

Poslední ukazatel likvidity - **okamžitá likvidita** – vzájemně poměřuje z oblasti oběžných aktiv pouze pohotové peněžní prostředky s krátkodobými závazky. Doporučeným trendem tohoto ukazatele je rovněž jeho nárůst v čase. Rozmezí se v případě tohoto ukazatele pohybuje mezi hodnotami 0,6 a 1,1. U společnosti Metrostav a.s. se však ukazatel pohybuje na nižších hodnotách. Nejnižší hodnoty dosáhl v roce 2005, tzn. 0,242. V tomto roce došlo taky k propadu oproti předchozímu roku, a to o 0,183, který byl v celém sledovaném období ojedinělý. V ostatních letech byl totiž splňován rostoucí trend. Důvodem poklesu v roce 2005 bylo výrazné snížení krátkodobých cenných papírů a podílů, a i pokles prostředků na účtech v bankách, které se dohromady snížily o více než 1 mld. Kč. V následujících letech pak u

obou položek docházelo k opětovnému nárůstu, což se pozitivně projevilo i na výsledcích ukazatele celkové likvidity.

Na Obr. 4.4 je zobrazeno porovnání dosažených výsledků výše uvedených ukazatelů likvidity v čase.

Obr. 4.4 Ukazatele likvidity



4.2 Návrh finančního plánu

Finanční plán navazuje na makroekonomický vývoj a při jeho sestavování je nezbytné vzít v úvahu všechny faktory ovlivňující chod podniku. Zejména dlouhodobý finanční plán je základem pro oceňování výnosovými metodami. V této kapitole bude postupně sestaven pětiletý plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro období let 2009 až 2013. Souhrnné podrobné plány obou účetních výkazů jsou připojeny k práci jako přílohy 4 a 5.

V případě, kdy je položka z výkazů ve finančním plánu počítána pomocí váženého průměru, tzn. jsou stanoveny váhy podle důležitosti, platí, že nejnižší váha (tj. váha 1) je přiřazena k hodnotě období nejvíce vzdáleného od data ocenění a nejvyšší váha (tj. váha 6) je naopak přiřazena k hodnotě období nejbližšího k datu ocenění. Druhým způsobem využití váženého průměru je jeho kombinace s výpočtem tempa růstu. Tempa růstu jsou vypočítána jako první a následně je hodnota položky počítána pomocí váženého průměru, tzn. opět jsou stanoveny váhy podle důležitosti, kdy platí, že nejnižší váha (tj. váha 1) je přiřazena k hodnotě období nejvíce vzdáleného od data ocenění a nejvyšší váha (tj. v tomto případě váha 5) je naopak přiřazena k hodnotě období nejbližšího k datu ocenění.

Dále u všech položek obou účetních výkazů platí, že roky 2014 a 2015 jsou zcela totožné s rokem 2013. Z tohoto důvodu nebudou tyto roky v dalších podkapitolách uváděny.

4.2.1 Plán rozvahy

Rozvaha je základní účetní výkaz, pomocí kterého podnik zachycuje stav svého majetku (aktiva) a zdrojů jeho krytí (pasiva) k určitému časovému okamžiku. Z pohledu doby vázanosti aktiv v reprodukčním cyklu podniku se rozlišují aktiva stálá (dlouhodobá, fixní) a oběžná (krátkodobá). Pasiva jsou pak členěna podle vlastnictví zdrojů na vlastní kapitál a cizí zdroje. Na obou stranách rozvahy je potřeba zohlednit i vývoj přechodných účtů v podobě časových rozlišení. Při sestavování rozvahy musí být v jednotlivých letech splněno tzv. bilanční pravidlo, které říká, že celková aktiva a celková pasiva jsou si rovna. Toto pravidlo se také často označuje jako bilanční rovnice rozvahy.

4.2.1.1 Dlouhodobá aktiva

Za dlouhodobá aktiva se považuje majetek, který podnik ke své činnosti používá dlouhodobě a u něhož dochází k postupnému opotřebování. Člení se na dlouhodobý hmotný majetek (*DHM*), dlouhodobý nehmotný majetek (*DNM*) a dlouhodobý finanční majetek (*DFM*). V Tab. 4.5 jsou uvedeny plánované hodnoty pro jednotlivé složky stálých aktiv včetně jejich celkového součtu.

Tab. 4.5 Plán stálých aktiv pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Dlouhodobý majetek	3 612 787	3 804 744	4 079 449	4 402 932	4 800 983	4 995 591
DNM	11 458	11 569	11 713	11 875	12 048	12 228
DHM	1 261 936	1 348 190	1 368 302	1 431 779	1 500 479	1 568 559
DFM	2 339 393	2 444 985	2 699 434	2 959 278	3 288 456	3 414 804

Dlouhodobý nehmotný majetek

Součástí dlouhodobého nehmotného majetku (*DNM*) jsou v případě oceňované společnosti čtyři položky, kterými jsou software, ocenitelná práva, jiný *DNM* a nedokončený *DNM*, jejichž doba použitelnosti je delší než jeden rok.

Software

Hodnota software je ve finančním plánu vypočtena na základě váženého průměru hodnot na konci každého sledovaného období. V prvním plánovaném roce, tj. v roce 2009, byla využita hodnota vypočítaného váženého průměru ve výši 8 842 tis. Kč. V následujících letech je pak počítáno s konstantním meziročním nárůstem o 2 %.

Ocenitelná práva

V případě položky ocenitelných práv byla vždy v minulosti jejich netto hodnota ve výši 0. Proto i v plánovaném období bude položka stanovena v nulové výši.

Jiný a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek

Hodnota jiného dlouhodobého majetku byla vypočítána pro plánované období pomocí kombinace tempa růstu a váženého průměru. Vážený průměr pro tato tempa růstu byl stanoven v záporné výši cca 0,5. Proto v jednotlivých letech dochází u jiného *DNM* meziročně k poklesu o 50 %.

Hodnota nedokončeného dlouhodobého nehmotného majetku je ve finančním plánu vypočítána rovněž na základě váženého průměru. Tato hodnota činila 2 858 tis. Kč a s přihlédnutím k minulému vývoji je plánována konstantní výše této položky během celého plánovaného období.

Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý hmotný majetek (*DHM*) společnosti Metrostav a.s. zahrnuje pozemky, stavby, samostatné movité věci a soubory movitých věcí, jiný *DHM*, nedokončený *DHM* a poskytnuté zálohy na *DHM*.

Pozemky

Plánovaná hodnota pozemků pro roky 2009 až 2016 byla stanovena na základě aritmetického průměru jeho meziročních změn v tis. Kč v předcházejících obdobích (tj. v letech 2003 – 2008), jež byl vyčíslen na přírůstek 8 089 tis. Kč ročně s výjimkou v roce 2009. V něm se počítá pouze s polovičním přírůstkem, tj. 4 045 tis. Kč, a to z důvodu doznívání důsledků finanční krize. Rovněž v roce 2016 se plánuje přírůstek pouze ve výši 4 045 tis. Kč.

Stavby

V případě položky „stavby“ bylo vypočteno průměrné meziroční tempo růstu této položky ve sledovaném období, jehož hodnota byla vyčíslena ve výši +3,94 %. V roce 2009 je však, stejně jako v případě pozemků, použita výjimka. Hodnota staveb v roce 2009 je plánována ve stejné výši jako v roce 2008. V následujících letech 2010 až 2016 je pak hodnota navyšována meziročně právě o výše uvedených 3,94 %.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Vzhledem k minulému vývoji se u samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí předpokládá v letech 2009 až 2011 meziroční pokles o 10 %. Důvodem tohoto je i finanční krize, kvůli které jsou ve stavebním průmyslu omezeny některé investice. V následujících letech se pak předpokládá s postupným nárůstem této položky, a to ve výši 8 % v roce 2012, resp. 9 % v letech 2013 a 2016.

Jiný DHM, nedokončený DHM a poskytnuté zálohy na DHM

U všech těchto tří položek byl pro sestavení finančního plánu využit vážený průměr minulých hodnot. Vážený průměr jiného dlouhodobého hmotného majetku byl vyčíslen ve výši 94 952 tis. Kč. Tato částka platí pro rok 2010. V roce 2009 byla částka snížena na polovinu z důvodu dozívání důsledků finanční krize. V následujících letech je pak plánován meziroční tříprocentní nárůst hodnoty oproti předchozímu roku.

Rovněž u nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku a poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný majetek je využit stejný princip, tzn. vypočtená hodnota dle váženého průměru je použita pro rok 2010 a v roce 2009 je snížena na poloviční hodnotu. V následujících letech je pak plánován stejný meziroční nárůst jako v případě jiného DHM. Hodnota nedokončeného DHM byla v roce 2009 vyčíslena ve výši 19 399 tis. Kč, u poskytnutých záloh na DHM to bylo 7 663 tis. Kč.

Dlouhodobý finanční majetek

Dlouhodobý finanční majetek (*DFM*) Metrostavu a.s. tvoří podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly, pořizovaný *DFM* a poskytnuté zálohy na *DFM*. Tento majetek je společností pořizován, popř. vlastněn především za účelem obchodování. Patří sem rovněž umělecká díla, předměty vyrobené z drahých kovů apod.

Podíly v ovládaných a řízených osobách

Hodnota těchto podílů je vypočítána jako vážený průměr hodnot vykázaných v letech 2003 až 2008, tj. 1 075 796 tis. Kč. Tato částka platí pro rok 2009. V roce 2010 je plánován meziroční nárůst položky o 5 %, od roku 2011 pak vždy o 10 %. V roce 2016 se pak opět počítá pouze s pětiprocentním nárůstem oproti předchozího období.

Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem

V případě těchto podílů je použit jiný postup výpočtu budoucí hodnoty. Vzhledem k minulému vývoji byl výpočet proveden pomocí tempa růstu položky v posledních třech letech. Důvodem byla zejména skutečnost, že v letech 2003 – 2005 podíly velmi výrazně kolísaly, avšak od roku 2005 docházelo k pozvolnému růstu v průměrné výši 4,7 % ročně. Stejný nárůst byl použit i v letech 2009 a 2010, přičemž od roku 2011 je již plánován nárůst ve výši 10 %. V roce 2016 se pak počítá se zpomalením růstu na 5 % oproti předchozímu roku.

Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly

Položka ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů dosahovala od roku 2005 hodnoty 5 500 tis. Kč. Tato částka byla v plánovaných letech 2009 až 2011 zachována s tím, že od roku 2012 došlo k jejímu navýšení na 7 500 tis. Kč, které bylo zachováno i v roce 2013. Pro rok 2016 se plánuje opět snížení na částku 5,5 mil. Kč.

Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek

Výše pořizovaného *DFM* v jednotlivých letech sledovaného období výrazně kolísalo. právě vzhledem k tomuto vývoji se předpokládá, že v letech 2009, 2010, 2012 a 2016 nebude žádný *DFM* pořizován a hodnota této položky rozvahy bude rovna nule. V ostatních letech, tj. 2011 a 2013 se předpokládá pořízení *DFM* ve výši 4 mil. Kč.

Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek

Ve sledovaném období byly poskytovány zálohy na *DFM* každý druhý rok. Z tohoto minulého vývoje se vycházelo i při tvorbě plánu. V roce 2009 se předpokládá hodnota této položky ve výši 7 mil. Kč, v roce 2011 to bude 6,5 mil. Kč a v roce 2013 dokonce 30 mil. Kč. V ostatních letech plánovaného období nebudou společnostmi poskytnuty žádné zálohy na *DFM*.

4.2.1.2 Oběžná aktiva

Oběžná aktiva jsou na rozdíl od stálých aktiv vázána ve výrobním procesu podniku po dobu obvykle kratší než jeden rok. Tento majetek je zpravidla snadno převoditelný na peněžní prostředky a slouží tak ke krytí závazků společnosti. Součástí oběžných aktiv akciové společnosti Metrostav jsou zásoby, dlouhodobé a krátkodobé pohledávky a krátkodobý

finanční majetek. V Tab. 4.6 jsou uvedeny plánované hodnoty pro jednotlivé složky oběžných aktiv včetně jejich celkového součtu.

Tab. 4.6 Plán oběžných aktiv pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Oběžná aktiva	13 013 279	14 076 183	15 627 462	17 133 379	19 026 956	20 256 511
Zásoby	320 351	334 537	506 536	630 015	655 078	681 837
Dld. pohledávky	1 343 971	1 392 535	1 483 960	1 581 483	1 690 848	1 807 408
Krd. pohledávky	5 693 657	5 812 922	6 229 390	6 600 227	6 998 230	7 422 070
KFM	5 655 300	6 536 189	7 407 576	8 321 654	9 682 800	10 345 196

Zásoby

Do skupiny zásob se v případě analyzované společnosti řadí materiál, nedokončená výroba a polotovary, zboží a poskytnuté zálohy na zásoby.

Materiál a nedokončená výroba a polotovary

Plány obou těchto položek navazují na plánovaný vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a zboží. V roce 2009 se tedy předpokládá nárůst o 1 % oproti roku 2008. V roce 2010 se pak předpokládá meziroční nárůst ve výši 3,1 %. Od roku 2011 bude docházet u obou položek k nárůstu o 6,91 % oproti předchozímu účetnímu období.

Zboží

S ohledem na minulý vývoj je plán pro zboží následující: v letech 2009 a 2010 bude hodnota zboží v rozvaze na konci období nulová. V roce 2011 se pak předpokládá s konečnou hodnotou ve výši 150 mil. Kč a v letech 2012 a 2016 dokonce ve výši 250 mil. Kč.

Poskytnuté zálohy na zásoby

V roce 2009 se nepočítá ve finančním plánu s žádnými poskytnutými zálohami na zásoby a položka je proto ke konci roku nulová. Hodnota položky pro rok 2010 dosáhne výše 4 544 tis. Kč, přičemž je tato hodnota vypočítána jako aritmetický průměr hodnot vykázaných v letech 2003 až 2008. Od roku 2011 se předpokládá nárůst každoročně o 15 %.

Dlouhodobé pohledávky

Dlouhodobé pohledávky představují dlouhodobá práva podniků v pozici věřitelů vůči jiným subjektům na plnění určitého závazku. Jejich součástí jsou pohledávky z obchodních

vztahů, pohledávky za společníky a účastníky sdružení, dlouhodobě poskytnuté zálohy, jiné pohledávky a odložená daňová pohledávka.

Pohledávky z obchodních vztahů

Tato skupina pohledávek je v rámci dlouhodobých pohledávek nejvýznamnější. Plán této položky rozvahy rovněž navazuje na plánovaný vývoj tržeb. V roce 2009 se tedy předpokládá nárůst o 1 % oproti roku 2008. V roce 2010 se pak předpokládá meziroční nárůst ve výši 3,1 %. Od roku 2011 dojde k nárůstu o 6,91 % oproti předchozímu účetnímu období.

Pohledávky za společníky a účastníky sdružení

Plánovaná hodnota pro pohledávky za společníky a účastníky sdružení byla vypočtena opět pomocí průměrného tempa růstu, které bylo vyčísleno ve výši 13,9 %. Tento meziroční nárůst je konstantně zachován během celého plánovaného období až do roku 2013, kdy je hodnota vyčíslena na 15 000 tis. Kč. Tato částka byla stanovena u tohoto druhu pohledávek jako maximální.

Dlouhodobé poskytnuté zálohy a jiné pohledávky

Konečný stav dlouhodobých poskytnutých záloh je plánován každoročně v konstantní výši 5 mil. Kč. V případě jiných pohledávek je postup následující: v jednotlivých letech dochází k postupnému poklesu vždy o 60 tis. Kč oproti minulému roku.

Odložená daňová pohledávka

Na základě vypočítaného průměrného tempa růstu této položky od roku 2005, je meziroční nárůst konečné hodnoty odložené daňové pohledávky vyčíslen na 7 % do roku 2013. Od něj je již dále předpokládán desetiprocentní nárůst.

Krátkodobé pohledávky

Stejně jako pohledávky dlouhodobé představují práva podniků vůči jiným subjektům na plnění určitého závazku, kdy toto právo má krátkodobý charakter (zpravidla do 1 roku). Jejich součástí jsou rovněž pohledávky z obchodních vztahů, dále pak pohledávky – ovládající a řídicí osoba, pohledávky – podstatný vliv, pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení, daňové pohledávky, krátkodobé poskytnuté zálohy, dohadné účty aktivní a jiné pohledávky.

Pohledávky z obchodních vztahů

Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů jsou v rámci rozvahy společnosti Metrostav a.s. nejvýznamnější položkou. Je to dáno charakterem průmyslu, ve kterém společnost podniká, jelikož stavební průmysl je charakteristický právě velmi vysokými krátkodobými pohledávkami (a také závazky) z obchodních vztahů.

Hodnota pohledávek z obchodních vztahů byla stanovena pro plánované období úplně stejně jako hodnota dlouhodobých pohledávek, tzn. podle růstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Pohledávky – ovládající a řídící osoba

Na základě aritmetického průměru posledních tří let sledovaného období (tj. roky 2006 – 2008) byla tato položka stanovena pro plánované roky 2009 a 2010 ve výši 26 133 tis. Kč. Od roku 2011 se však předpokládá nárůst této položky na hodnotu 30 mil. Kč, která zůstane po zbytek plánovaného období konstantní.

Pohledávky – podstatný vliv

Pohledávky – podstatný vliv budou během celého plánovaného období konstantní, a to ve výši, která byla vykázána v roce 2008, tzn. ve výši 12,5 mil. Kč.

Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení

Tato položka je plánována pomocí váženého průměru hodnot dosažených v letech 2003 – 2008. Vážený průměr byl vyčíslen ve výši 61 089 tis. Kč, kdy tato hodnota je platná pro roky 2009 a 2010. V dalších letech je počítáno s meziročním nárůstem hodnoty ve výši 5 % pro roky 2011 a 2012, resp. 10 % pro roky 2013 a 2016.

Stát – daňové pohledávky a ostatní poskytnuté zálohy

Obě položky rozvahy jsou na základě předchozího vývoje stanoveny ve výši 175 mil. Kč v případě daňových pohledávek, resp. 100 mil. v případě ostatních poskytnutých záloh. Obě položky jsou plánovány jako konstantní během celého období let 2009 – 2016.

Dohadné účty aktivní

Plánovaný vývoj položky dohadných účtů aktivních vychází z aritmetického průměru hodnot vykázaných od roku 2003 do roku 2008, jehož hodnota činila 35 581 tis. Kč. Právě tato částka byla v letech 2009 a 2010 odečtena od částky dosažené v předchozím roce.

V následujících letech se pak předpokládá nárůst oproti předchozímu roku ve výši 13 % v případě roku 2011, resp. ve výši 3 % od roku 2012.

Jiné pohledávky

Jiné pohledávky jsou plánovány podobně jako ostatní poskytnuté zálohy, tzn. do roku 2010 ve výši 45 mil. Kč a od roku 2011 ve výši 100 mil. Kč.

Krátkodobý finanční majetek

Významnou charakteristikou krátkodobého finančního majetku je vysoká likvidnost a bezprostřední obchodovatelnost. Předpokládaná doba splatnosti, popř. držby majetku je kratší než jeden rok. Součástí krátkodobého finančního majetku jsou v případě akciové společnosti Metrostav peníze v hotovosti, účty v bankách a krátkodobé cenné papíry a podíly.

Peníze

Na základě minulého vývoje byla stanovena plánovaná hodnota pro rok 2009 ve výši 828 tis. Kč, a to metodou váženého průměru. V roce 2010 se předpokládá nárůst položky o 10 %. V letech 2011 až 2016 se předpokládá další nárůst položky, a to o 20 %.

Účty v bankách

Konečná hodnota peněžních prostředků držených společností na účtech v bankách byla v roce 2009 vyčíslena na 700 mil. Kč. V dalších letech je plánován stejný nárůst jako u položky peníze s jediným rozdílem, a to, že k nárůstu o 20 % dojde již v roce 2010.

Krátkodobé cenné papíry a podíly

Plánované krátkodobé cenné papíry a podíly jsou vytvořeny na základě předchozího vývoje v letech 2003 – 2008.

4.2.1.3 Přechodné účty aktiv

Existence přechodných účtů aktiv je spojená s charakteristickým znakem některých aktiv, pro které je typické, že období jejich vzniku a období, do kterého věcně náleží, spolu nesouhlasí. Součástí položky přechodných účtů aktiv jsou náklady příštích období, komplexní náklady příštích období a příjmy příštích období.

Náklady příštích období a komplexní náklady příštích období

V případě nákladů příštích období dojde v roce 2009 k mírnému nárůstu oproti předchozímu období, tj. na 140 mil. Kč. U komplexních nákladů příštích období pak naopak dojde v roce 2009 k mírnému poklesu oproti roku 2008. Od roku 2010 je pak předpokládán konstantní meziroční nárůst o 45 % u nákladů příštích období a o 25 % u komplexních nákladů příštích období. Výjimku u obou položek tvoří rok 2016, kdy dojde k navýšení meziročního procentního růstu, a to na 55 % u nákladů příštích období, resp. na 40 % u komplexních nákladů příštích období.

Příjmy příštích období

Hodnota příjmů příštích období pro rok 2009 je plánována ve výši 4,5 mil. Kč, a to vzhledem k vývoji v roce 2008. V roce 2010 se předpokládá s nárůstem na 40 mil. Kč, který naváže, s mírným snížením, na hodnotu roku 2007. Od roku 2011 se pak plánuje meziroční 33% nárůst. Stejně jako u předchozích dvou položek dojde v roce 2016 k navýšení tohoto procenta. V případě příjmů příštích období půjde o navýšení o 50 % oproti předchozímu účetnímu období.

4.2.1.4 Souhrnný plán aktiv

V Tab. 4.7 jsou uvedeny plánované hodnoty pro jednotlivé složky aktiv včetně jejich celkového součtu.

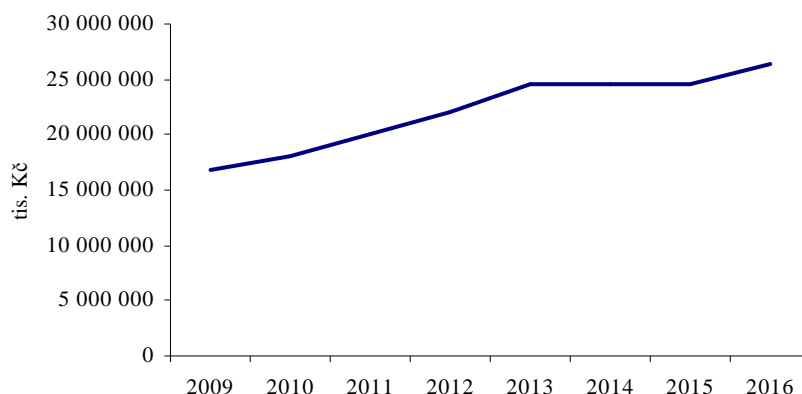
Tab. 4.7 Souhrnný plán aktiv pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
AKTIVA CELKEM	16 770 966	18 124 552	20 055 242	22 034 851	24 542 136	26 354 220
Stálá aktiva	3 612 787	3 804 744	4 079 449	4 402 932	4 800 983	4 995 591
Oběžná aktiva	13 013 279	14 076 183	15 627 462	17 133 379	19 026 956	20 256 511
Přechodné účty aktiv	144 900	243 625	348 331	498 540	714 197	1 102 118

Jak je patrné z Tab. 4.7, i přes nepříznivou situaci v letech 2008 a 2009, která vyplynula z celosvětové finanční krize, společnost předpokládá i nadále pokračující zvyšování hodnoty celkových aktiv. Tuto skutečnost umožnila především změna strategie společnosti, kterou provedla právě v roce 2008 a se kterou počítá i pro další roky, kdy budou důsledky ekonomické krize doznívat. Vývoj celkových plánovaných aktiv v čase je graficky zachycen v Obr. 4.5. Z grafu je možné lépe vyzorovat rostoucí trend aktiv, kdy platí výše zmíněné, a to že nejnížší hodnoty celkových aktiv bylo dosaženo v roce 2009 a nejvyšší hodnoty pak v roce 2016. Mezi léty 2013 – 2015 je možné pozorovat stagnující výši aktiv na hodnotě

24 542 136 tis. Kč. Je to dáno tím, jak bylo ostatně uvedeno již výše, že roky 2014 a 2015 jsou ve finančním plánu zcela totožné s rokem 2013.

Obr. 4.5 Vývoj celkových plánovaných aktiv v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.2.1.5 Vlastní kapitál

Vlastní kapitál společnosti zahrnuje veškeré zdroje, které byly touto společností vytvořeny, popřípadě je do ní vložili její vlastníci. Jeho součástí jsou v případě akciové společnosti Metrostav základní kapitál, kapitálové fondy, zákonný rezervní fond, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. Součástí Tab. 4.8 je plán vlastního kapitálu pro roky 2009 – 2016.

Tab. 4.8 Plán vlastního kapitálu pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Vlastní kapitál	5 524 328	6 377 468	7 336 704	8 273 112	9 352 721	10 262 995

Základní kapitál

Základní kapitál oceňované společnosti je ve výši 790 667 tis. Kč a s touto hodnotou základního kapitálu se počítá i během celého plánovaného období.

Kapitálové fondy

V případě společnosti Metrostav a.s. patří do kapitálových fondů oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků. Vzhledem k velmi různorodému vývoji v minulosti se pro plán předpokládá, že v letech 2009 a 2010 dojde k nárůstu vždy o 75 mil. Kč oproti předchozímu roku, v letech 2011 a 2012 položka naopak poklesne vždy o 63,4 mil. Kč oproti

předchozímu roku a v roce 2013 dojde k navýšení o 25 % oproti roku 2012. Pro rok 2016 se počítá se stejnou hodnotou, které kapitálové fondy dosáhly v roce 2013, tzn. 315 925 tis. Kč.

Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku

V rámci této skupiny vlastního kapitálu oceňovaná společnost tvoří pouze zákonný rezervní fond. Od roku 2005 ho udržuje v konstantní výši 159 481 tis. Kč a pro celé plánované období se proto počítá se stejnou výší fondu.

Výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období

Výsledek hospodaření minulých let je tvořen nerozdělenými zisky minulých let, ke kterým se v příslušném období vždy přičte výsledek hospodaření předchozího účetního období.

Výpočet výsledku hospodaření běžného účetního období je uveden pro každý rok v plánu výkazu zisku a ztráty.

4.2.1.6 Cizí zdroje

Cizí zdroje zahrnují rezervy, které si společnost během jednotlivých let vytváří, a závazky této společnosti. Tyto závazky pak rozlišujeme dle časového hlediska na dlouhodobé a krátkodobé, stejně jako tomu bylo na straně aktiv v případě pohledávek. Obsahem Tab. 4.9 je plán cizích zdrojů pro roky 2009 – 2016 včetně všech jeho hlavních složek.

Tab. 4.9 Plán cizích zdrojů pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Cizí zdroje	11 096 638	11 616 084	12 602 518	13 657 479	15 094 334	16 003 254
Rezervy	1 055 919	1 067 278	1 078 791	1 090 461	1 102 292	1 114 288
Dld. závazky	1 903 551	1 892 252	2 224 890	2 518 935	3 112 673	3 048 822
Krd. závazky	7 837 168	8 406 554	9 098 837	9 898 083	10 779 369	11 790 144
Bankovní úvěry	300 000	250 000	200 000	150 000	100 000	50 000

Rezervy

Rezervy se tvoří na vrub nákladů, čímž snižují hospodářský výsledek společnosti, a představují peněžní prostředky, které podnik drží a v budoucnu bude muset vynaložit. V oceňované společnosti se dělí na rezervy podle zvláštních právních předpisů, ostatní rezervy a rezervy na daň z příjmů.

Rezervy podle zvláštních právních předpisů a rezervy na daň z příjmů

V roce 2009 se předpokládá více než 50% pokles hodnoty rezerv podle zvláštních právních předpisů oproti roku 2008, a to na konečnou hodnotu 20 mil. Kč. Od roku 2010 je pak počítáno s meziročním pětiprocentním nárůstem.

Hodnota rezerv na daň z příjmů byla vyčíslena dle vývoje v letech 2003 – 2008 v nulové výši pro celé plánované období.

Ostatní rezervy

V případě ostatních rezerv se pro všechna léta zachycená ve finančním plánu počítá s konstantním meziročním nárůstem o 1 %. V minulosti sice růst, vypočtený pomocí váženého průměru jednotlivých temp růst, dosáhl hodnoty téměř 12,7 %, ale výše ostatních rezerv v roce 2008 (tj. přes 1 mld. Kč) byla dostačující. Z tohoto důvodu byl procentní meziroční růst snížen na hodnoty 1 %.

Dlouhodobé závazky

Závazky obecně se zpravidla vztahují k již uskutečněným aktivitám, které byly podniku poskytnuty různými věřiteli a za které ještě podnik těmto věřitelům nezaplatil. Dlouhodobé závazky jsou takové, jež mají dobu splatnosti delší než jeden rok a jsou určeny k financování aktiv s delší životností. Mezi dlouhodobé závazky společnosti Metrostav a.s. patří závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům a účastníkům sdružení, dlouhodobé přijaté zálohy a jiné dlouhodobé závazky.

Závazky z obchodních vztahů

Hodnota dlouhodobých závazků z obchodních vztahů byla vypočtena pro plánované období pomocí kombinace tempa růstu a váženého průměru. Vážený průměr pro tato tempa růstu byl stanoven ve výši 17,33 %. V roce 2009 byl však nárůst položky snížen na pouhé 5% zvýšení oproti předchozímu roku. Stejně tak v roce 2010 byla použita nižší hodnota meziročního nárůstu, a to ve výši 9 %. Teprve od roku 2011 se předpokládá výše uvedený nárůst ve výši 17,33 %.

Závazky ke společníkům a účastníkům sdružení

První hodnotu závazků ke společníkům a účastníkům sdružení zaznamenala společnost Metrostav a.s. teprve v roce 2007. Do té doby nabývala tato položka nulových hodnot. Tempo růstu závazků mezi roky 2007 a 2008 bylo ve výši 38,35 %. Proto se

i v dalších dvou plánovaných letech, tj. v letech 2009 a 2010, počítá se stejným procentním nárůstem. V letech 2011 a 2012 je pak naopak předpokládán postupný pokles těchto závazků o 30 % meziročně s tím, že v roce 2013 již závazky znovu nabudou nulové hodnoty. S nulovou hodnotou je počítáno i v roce 2016.

Dlouhodobé přijaté zálohy

Vývoj dlouhodobých přijatých záloh byl podobný jako u výše zmíněných závazků ke společníkům a účastníkům sdružení, tzn. do roku 2006 nabývaly zálohy nulových hodnot. Teprve v roce 2007 vykázal Metrostav a.s. tuto položku ve výši 132 800 tis. Kč. V roce 2009 se počítá s navýšením hodnoty o 15 % oproti roku 2008. Počínaje rokem 2010 pak bude docházet k postupnému konstantnímu každoročnímu snižování o 20 %.

Jiné závazky

Položka jiných závazků se ve sledovaném období let 2003 – 2008 pohybovala v nejrůznějších hodnotách od nuly až po 1 970 tis. Kč v roce 2008. Proto byl pro všechny plánované roky zvolen konstantní meziroční pokles o 10 %.

Krátkodobé závazky

Pod pojmem krátkodobé závazky je možné si představit závazky se splatností do jednoho roku, jejichž účelem je financovat spolu s vlastními zdroji běžný provoz podniku. Mezi krátkodobé závazky oceňované společností patří závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňové závazky a dotace, krátkodobé přijaté zálohy, dohadné účty pasivní a jiné krátkodobé závazky.

Závazky z obchodních vztahů

Krátkodobé závazky z obchodních vztahů byly pro plánované období stanoveny obdobně jako dlouhodobé závazky z obchodních vztahů, tzn. jejich hodnota byla vypočtena pomocí kombinace tempa růstu a váženého průměru. Vážený průměr pro zjištěná tempa růstu byl vypočítán ve výši 10 %. Desetiprocentní meziroční tempo růstu zůstane zachováno během celého plánovaného období.

Závazky ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení

Hodnota tohoto typu závazků je ve finančním plánu vypočtena na základě váženého průměru hodnot na konci každého sledovaného období. V prvním plánovaném roce, tj. v roce 2009, byla využita hodnota vypočítaného váženého průměru ve výši 170 813 tis. Kč. V roce 2010 je počítáno s meziročním nárůstem o 5 % a v letech následujících pak s konstantním meziročním nárůstem o 15 %.

Závazky k zaměstnancům

Závazky k zaměstnancům představují závazek zaměstnavatele zaplatit svým zaměstnancům mzdu zpravidla za poslední měsíc předchozího účetního období. Ve většině let sledovaného období tvořil podíl této položky na mzdových nákladech 6,2 %. Z tohoto důvodu je i ve všech letech plánovaného období počítáno se stejným procentním podílem.

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění představují opět závazek zaměstnavatele odvést za své zaměstnance povinné pojistné z jejich mezd. Hodnota těchto závazků byla v plánovaném období vypočítána obdobným způsobem jako závazky k zaměstnancům, tzn. jako podíl na nákladech na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, jež jsou součástí plánovaného výkazu zisku a ztráty. Průměrně ve sledovaném období dosáhl tento podíl hodnoty 10,2 %. Z tohoto důvodu je i ve všech letech plánovaného období počítáno se tímto procentním podílem.

Stát – daňové závazky a dotace

Tato položka zahrnuje především daňové závazky společnosti vůči státu. Pro rok 2009 se předpokládá stejná výše závazků jako v roce 2008, tzn. ve výši 18 490 tis. Kč. V následujících letech je počítáno s meziročním konstantním nárůstem o 7 %.

Krátkodobé přijaté zálohy a dohadné účty pasivní

V případě krátkodobých přijatých záloh je plán meziročních změn následující, počínaje rokem 2009: -5 %, -5 %, 10 %, 20 %, 20 % a 20 %. U dohadných účtů je pak vývoj následující, opět počínaje rokem 2009: -12 %, -14 %, -16 %, -18 %, -25 % a -25 %. Oba tyto vývoje jsou založeny na vývoji položek v minulosti.

Jiné závazky

Hodnota jiných závazků se pro všechna plánovaná léta předpokládá v konstantní výši 15 milionů Kč.

Bankovní úvěry a výpomoci

Bankovní úvěry představují úvěry od finančních institucí, zatímco výpomoci jsou úvěry od jiných (nebankovních) subjektů. Obě tyto položky tedy představují externí úročené zdroje, které je možné, stejně jako závazky, členit na dlouhodobé a krátkodobé zdroje. V případě analyzované společnosti jsou součástí této položky dlouhodobé, i krátkodobé bankovní úvěry.

Dlouhodobé bankovní úvěry

V případě dlouhodobých bankovních úvěrů se předpokládá, že společnost Metrostav a.s. si v roce 2009 vypůjčí od banky 300 mil. Kč. V dalších letech pak dojde vždy k poklesu meziročně o 50 mil. Kč, tzn. dojde ke splacení úvěru v této výši vždy každý rok.

Krátkodobé bankovní úvěry

Vzhledem k minulému vývoji jsou krátkodobé bankovní úvěry naplánovány pro roky 2009 až 2013 v nulové výši.

4.2.1.7 Přechodné účty pasiv

Součástí položky přechodných účtů pasiv jsou výdaje příštích období a výnosy příštích období.

Výdaje příštích období

Výdaje příštích období byly pro rok 2009 stanoveny ve výši 50 tis. Kč. Ve všech následujících letech se pak předpokládá nárůst této položky o 2 % oproti předcházejícímu období.

Výnosy příštích období

Výnosy příštích období byly obdobně jako výdaje příštích období pro rok 2009 stanoveny, avšak ve výši 100 mil. Kč. Ve všech následujících letech se pak předpokládá pokles této položky o 20 % oproti předchozímu roku.

4.2.1.8 Souhrnný plán pasiv

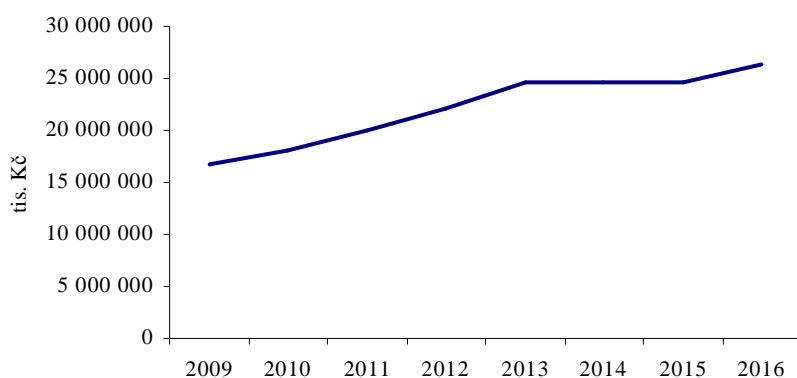
V Tab. 4.10 jsou uvedeny plánované hodnoty pro jednotlivé složky pasiv včetně jejich celkového součtu.

Tab. 4.10 Souhrnný plán pasiv pro období 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
PASIVA CELKEM	16 770 966	18 124 552	20 055 242	22 034 851	24 542 136	26 354 220
Vlastní kapitál	5 524 328	6 377 468	7 336 704	8 273 112	9 352 721	10 262 995
Cizí zdroje	11 096 638	11 616 084	12 602 518	13 657 479	15 094 334	16 003 254
Přechodné účty pasiv	150 000	131 000	116 020	104 260	95 081	87 971

Jak je zřejmé z Tab. 4.10, vývoj jednotlivých souhrnných složek pasiv je podobný jako tomu bylo v případě aktiv. I přes nepříznivou situaci v letech 2008 a 2009, která vyplynula z celosvětové finanční krize, společnost předpokládá i nadále pokračující zvyšování hodnoty nejen celkových pasiv, ale i vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Vývoj celkových plánovaných pasiv v čase je graficky zachycen v Obr. 4.6. Vývoj je zcela totožný s vývojem celkových aktiv, jelikož bylo splněno bilanční pravidlo, které říká, že celková aktiva se mají rovnat celkovým pasivům. Stagnace na hodnotě 24 542 136 tis. Kč v letech 2013 – 2015 je uvedena právě v popisu Obr. 4.5, který zachycuje vývoj celkových plánovaných aktiv ve stejném období.

Obr. 4.6 Vývoj celkových plánovaných pasiv v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.2.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty slouží ke zjištění výše výsledku hospodaření společnosti, včetně zjištění způsobu tvorby složek, které jsou jeho nedílnou součástí. Zahrnuje v sobě náklady a výnosy běžného účetního období. Zjednodušeně lze vyjádřit podstatu tohoto výkazu tak, že

výsledek hospodaření je roven rozdílu mezi výnosy a náklady. Náklady je možné definovat jako peněžní vyjádření spotřeby všech výrobních faktorů. Výnosy pak představují peněžní vyjádření výstupů, které podnik vytváří svou činností.

Výsledek hospodaření se nejčastěji dělí na výsledek hospodaření za běžnou činnost, jehož součástí je provozní (VH_p) a finanční výsledek hospodaření (VH_f), a výsledek hospodaření za účetní období, jehož součástí je jednak výsledek hospodaření za běžnou činnost a jednak mimořádný výsledek hospodaření (VH_m).

VH_p je tvořen převážně z takových činností, které jsou pro podnik základní a které se opakují. VH_f je pak výsledek, který vzniká v souvislosti s finančními operacemi podniku. Poslední, VH_m , je tvořený nepravidelnými a neočekávanými operacemi, které v podniku vznikají pouze mimořádně, jak už ostatně vyplývá z názvu tohoto výsledku hospodaření.

4.2.2.1 Obchodní marže

Obchodní marže se ve výkazu zisku a ztráty získá odečtením nákladů vynaložených na prodané zboží od tržeb za prodej zboží. Vzhledem k neustále klesajícímu vývoji ve sledovaném období let 2003 až 2008 se pro plánované období předpokládá, že obchodní marže bude nulová, tzn. společnost nebude nadále vykazovat žádné náklady na zboží ani tržby za zboží.

4.2.2.2 Přidaná hodnota

Přidaná hodnota se ve výkazu zisku a ztráty vypočítá jako součet obchodní marže a výkonů společnosti, od kterého se odečte hodnota výkonové spotřeby pro dané období. Jelikož je v plánovaném období obchodní marže nulová, tvoří přidanou hodnotu společnosti Metrostav a.s. pouze rozdíl mezi výkony společnosti a výkonovou spotřebou. V Tab. 4.11 jsou uvedeny plánované hodnoty přidané hodnoty, včetně plánovaných výkonů a výkonové spotřeby.

Tab. 4.11 Výpočet přidané hodnoty v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Výkony	22 844 080	23 736 080	25 604 159	27 220 335	28 994 159	30 841 331
Výkonová spotřeba	19 576 352	20 359 709	21 783 356	23 309 875	24 946 706	26 702 451
Přidaná hodnota	3 267 728	3 376 371	3 820 803	3 910 460	4 047 453	4 138 880

Výkony

Položka výkonů je tvořena součtem následujících položek: tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb

Vývoj tržeb pro plánované období byl odvozen z vývoje hrubého domácího produktu v minulosti. V Tab. 4.12 je uveden postup výpočtu váženého podílu odvětví stavebnictví (OKEČ F) na celkovém hrubém domácím produktu ekonomiky ČR.

Tab. 4.12 Výpočet váženého podílu odvětví OKEČ F na celkovém HDP v letech 2003 - 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
HDP v BC v mld. Kč	2 577,1	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0
Podíl OKEČ F na HDP v BC v mld. Kč	149,213	164,494	168	183,05	204,17	219,32
% podíl OKEČ F	5,8	5,8	5,6	5,7	5,8	5,9
Váha	1	2	3	4	5	6
% podíl * váha	5,8	11,6	16,8	22,8	29	35,4
Součet podílů	121,4					
Součet vah	21					
Vážený podíl	5,78					

V Tab. 4.12 je zachycen vývoj hrubého domácího produktu v letech 2003 – 2008 v běžných cenách v mld. Kč. Rovněž podíl OKEČ F (tj. odvětví stavebnictví) je uvedeno v běžných cenách v mld. Kč. Následně je v jednotlivých letech spočítán procentní podíl odvětví na *HDP*. Těmto podílům jsou přiřazeny váhy podle důležitosti, kdy opět platí, že nejnižší váha (tj. váha 1) je přiřazena k hodnotě období nejvíce vzdáleného od data ocenění a nejvyšší váha (tj. váha 6) je naopak přiřazena k hodnotě období nejbližšího k datu ocenění. Vážený podíl OKEČ F na *HDP* je spočítán jako podíl mezi součtem podílů vynásobených příslušnou váhou a součtem jednotlivých vah. Výsledná hodnota je 5,78 %, tzn. průměrně se na tvorbě hrubého domácího produktu v ČR podílelo ve sledovaném období odvětví stavebnictví právě tímto procentem.

Podobně jako vážený podíl odvětví stavebnictví na celkovém *HDP* byl stanoven i vážený podíl oceňované společnosti Metrostav a.s. na celkovém výsledku odvětví. Postup výpočtu je zaznamenán v Tab. 4.13.

Tab. 4.13 Výpočet váženého podílu tržeb Metrostav a.s. na odvětví OKEČ F v letech 2003 - 2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Podíl OKEČ F na HDP v BC v mld. Kč	149,213	164,494	168	183,05	204,17	219,32
Tržby za prodej výr. a služeb v mld. Kč	13,663	18,106	20,786	21,724	21,980	22,778
Podíl tržeb podniku na odvětví OKEČ F	9,2	11	12,4	11,9	10,8	10,4
Váha	1	2	3	4	5	6
% podíl * váha	9,2	22	37,2	47,6	54	62,4
Součet podílů	232,4					
Součet vah	21					
Vážený podíl	11,07					

Zdroj: vlastní zpracování

Postup výpočtu váženého podílu v Tab. 4.13 je stejný jako v Tab. 4.12 a je popsán výše. V Tab. 4.13 je možné si povšimnout, že vážený podíl tržeb akciové společnosti Metrostav na odvětví stavebnictví činí 11,07 %, tzn. průměrně se na výši tržeb odvětví stavebnictví podílela oceňovaná společnost právě tímto procentem.

Dalším krokem pro zjištění budoucího vývoje tržeb společnosti byla predikce vývoje hrubého domácího produktu. Ta byla stanovena na základě průměrného tempa růstu této veličiny v minulosti. Průměrné tempo růstu v letech 2003 – 2008 dosáhlo hodnoty 6,91 %. Tato hodnota růstu *HDP* se předpokládá až od roku 2011. V roce 2009, vzhledem k ekonomické krizi, bylo výše uvedené procento sníženo na pouhé jedno procento. V roce 2010 se pak počítá s nárůstem o 3,1 % oproti předchozímu roku. Vypočtené hodnoty *HDP* pro plánované roky 2009 až 2016 pomocí výše zmíněných temp růstu jsou součástí Tab. 4.14.

Tab. 4.14 Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb pro roky 2009 – 2016

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
HDP v BC v mld. Kč	3 725,9	3 841,4	4 106,7	4 390,3	4 693,5	5 017,6
Podíl OKEČ F na HDP v BC v mld. Kč	215,357	222,033	237,367	253,759	271,284	290,017
Tržby v mld. Kč	23,840	24,579	26,277	28,091	30,031	32,105
Meziroční změna vyp.	4,46%	3,01%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Meziroční změna upr.	1,00%	3,01%	6,46%	6,46%	6,46%	6,46%
Tržby v mld. Kč (upr.)	23,006	23,698	25,229	26,859	28,594	30,441

V Tab. 4.14 je dále spočítán podíl OKEČ F na *HDP* v běžných cenách v mld. Kč tak, že predikované *HDP* z tabulky je vynásobeno váženým podílem odvětví stavebnictví na celkovém *HDP*, tj. 5,78 %. Obdobným způsobem jsou následně predikovány tržby za prodej

vlastních výrobků a služeb společnosti Metrostav a.s., tzn. podíl OKEČ F na *HDP* v běžných cenách v mld. Kč je vynásoben váženým podílem těchto tržeb na odvětví, tj. 11,07 %. Oba vážené procentní podíly jsou během celého plánovaného období ve stejné výši.

Vzhledem k ekonomické situaci v současnosti bylo potřeba ještě mírně upravit meziroční změnu tržeb v roce 2009. Vypočtená hodnota meziročního nárůstu v roce 2009 činila 4,46 %, avšak pro plán byla snížena na 1 %. Ostatní vypočítané meziroční změny tržeb zůstaly zachovány.

Jak je patrné z Tab. 4.14, jejím výsledkem jsou plánované tržby akciové společnosti Metrostav. Rovněž je zřejmé, že v průběhu plánovaného období se počítá i nadále s postupným růstem tržeb.

Změna stavu zásob vlastní činnosti

Vzhledem k výrazně kolísavému vývoji této položky ve sledovaném období byl pro plánované období stanoven tento vývoj: v roce 2009 bude hodnota položky – 200 mil. Kč, v roce 2010 bude položka nulová, v roce 2011 dojde k jejímu navýšení na 299 mil. Kč, v roce 2012 dojde k poklesu o 13 834 tis. Kč oproti předchozímu roku a v roce 2013 dosáhne změna stavu zásob vlastní činnosti hodnoty 324 mil. Kč. Tato výše zůstane zachována i v roce 2016.

Aktivace

Hodnota vnitropodnikové aktivace je ve finančním plánu vypočtena na základě váženého průměru hodnot na konci každého sledovaného období. V prvních dvou plánovaných letech, tj. v letech 2009 a 2010, byla využita pouze poloviční hodnota vypočítaného váženého průměru ve výši 30 080 tis. Kč. V následujících letech je pak počítáno konstantně s celou hodnotou vypočítaného váženého průměru ve výši 76 159 tis. Kč.

Výkonová spotřeba

Položka výkonové spotřeby je tvořena součtem spotřeby materiálu a energie a službami.

Spotřeba materiálu a energie

Budoucí vývoj položky spotřeba materiálu a energie byl určen na základě podílu této položky na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb v minulosti. Průměrný podíl v letech 2004 – 2008 byl 73 %, proto se i pro plánované období počítá s tímto procentním podílem, a to ve všech plánovaných letech stejným.

Služby

V případě položky služeb se po celé plánované období počítá s konstantním meziročním nárůstem hodnoty o 10 %.

4.2.2.3 Osobní náklady

Součástí osobních nákladů jsou mzdové náklady, odměny členům orgánů společnosti, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociální náklady. V Tab. 4.15 jsou uvedeny jednotlivé položky osobních nákladů v letech 2009 – 2016.

Tab. 4.15 Plán osobních nákladů v letech 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Osobní náklady	2 282 072	2 355 841	2 505 888	2 669 001	2 838 760	3 019 970
Mzdové náklady	1 633 426	1 682 558	1 791 259	1 906 989	2 030 174	2 161 323
Odměny členům orgánů	8 119	7 889	7 781	10 226	9 998	10 164
Náklady na SP a ZP	558 125	574 752	611 674	651 853	693 658	738 306
Sociální náklady	82 402	90 642	95 174	99 933	104 930	110 177

Mzdové náklady

Stejně jako u spotřeby materiálu a energie byl pro stanovení plánované budoucí hodnoty stanoven podíl mzdových nákladů na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb. Průměrný podíl v letech 2003 – 2008 byl 7,1 %, proto se i pro plánované období počítá s tímto procentním podílem, a to stejný ve všech plánovaných letech.

Odměny členům orgánů společnosti

Odměny členům orgánů společnosti tvořily v letech 2005 – 2008 průměrně 1 % z výsledku hospodaření minulého účetního období předchozího roku. V letech 2009 – 2013 bude jednoprocenní podíl na výsledku hospodaření minulého účetního období zachován.

Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění

Tato položka je v plánovaném období vypočítána tak, že jsou nejprve sečteny mzdové náklady a odměny členům orgánů společnosti. Tento součet je následně vynásoben 34 % (tj. 25 % u pojistného na sociální zabezpečení se státní politikou zaměstnanosti a 9 % u všeobecného zdravotního pojištění). Sazba ve výši 34 % zůstane stejná po celé plánované období.

Sociální náklady

Předpokládaný vývoj sociálních nákladů je takový, že v prvních dvou plánovaných letech dojde k nárůstu o 10 % oproti předchozímu roku a v ostatních letech, počínaje rokem 2011, pak dojde k nárůstu o 5 % oproti předchozímu roku.

4.2.2.4 Ostatní položky provozního výsledku hospodaření

Mezi ostatní položky provozního výsledku hospodaření patří daně a poplatky, odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti, ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady.

Daně a poplatky, odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku

V případě daní a poplatků je plán meziročních změn následující, počínaje rokem 2010: 1 %, -2 %, -2 %, -2 % a 8 %. Hodnota 18 932 tis. Kč, platná pro rok 2009, byla vypočtena pomocí aritmetického průměru hodnot dosažených v letech 2005 – 2008.

U položky odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je na základě minulého vývoje stanoveno, že v celém plánovaném období bude konstantně do nákladů zahrnuto 13 % z hodnoty *DHM* a *DNM* dosažené v příslušném roce.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu

Plán tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu je totožný s plánem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, tzn. v jednotlivých letech bude docházet k meziročnímu nárůstu takto, počínaje rokem 2009: 1 %, 3,01 %, 6,46 %, 6,46 % a 6,46 %. Výchozí hodnotou tržeb pro rok 2009 je průměrná hodnota této položky v letech 2003 až 2008, která činila 265 510 tis. Kč.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu

Během sledovaného období tvořil průměrný podíl této položky na tržbách z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu 81 %. Z tohoto důvodu je i ve všech letech plánovaného období počítáno se stejným procentním podílem.

Zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti

Výše této položky je v plánu výkazu zisku a ztráty určena na základě vývoje rezerv v pasivech rozvahy, tzn. v jednotlivých letech společnost vytváří rezervy v různých výších. Zvýšení/snížení rezerv obsahuje v plánovaných letech vždy meziroční rozdíl mezi vytvořenými rezervami.

Ostatní provozní výnosy

Hodnota ostatních provozních výnosů je ve finančním plánu vypočtena na základě váženého průměru hodnot v letech 2007 a 2008. V prvním plánovaném roce, tj. v roce 2009, bude využita hodnota vypočítaného váženého průměru ve výši 264 011 tis. Kč. Od roku 2010 se pak předpokládá nárůst o 10 % oproti předchozímu roku.

Ostatní provozní náklady

Položka ostatních provozních nákladů se bude v plánovaném období vyvíjet tak, že v roce 2009 bude využita hodnota vypočítaného váženého průměru ve výši 292 836 tis. Kč. V roce 2010 dojde k růstu oproti roku 2009 o 20 %. Od roku 2011 je pak počítáno rovněž s meziročním růstem, ale již pouze ve výši 10 %, s výjimkou v roce 2016, kdy bude růst činit 15 %.

4.2.2.5 Provozní výsledek hospodaření

Výsledek hospodaření z provozní činnosti je zpravidla určen ze základních a opakujících se činností podniků. V případě společnosti Metrostav a.s. sem patří všechny výše uvedené náklady a výnosy, tzn. přidaná hodnota, osobní náklady a ostatní položky provozního výsledku hospodaření. V Tab. 4.16 jsou uvedeny vypočítané hodnoty provozního výsledku hospodaření pro jednotlivá léta plánovaného období.

Tab. 4.16 Plán provozního výsledku hospodaření v letech 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Provozní VH	836 575	804 775	1 094 047	1 009 436	964 385	836 711

Plánovaný provozní výsledek hospodaření v roce 2009 vzrostl oproti roku 2008 o 2,914 mil. Kč. V roce 2010 pak došlo k jeho snížení o 31,8 mil. Kč. Tento vývoj je odrazem ekonomického vývoje v současnosti. V roce 2011 se pak plánuje poměrně výrazný nárůst provozního výsledku hospodaření až na hodnotu 1 094 047 tis. Kč. Poté se předpokládá další pokles výsledku hospodaření na konečnou hodnotu 836 711 tis. Kč v roce 2016.

4.2.2.6 Ostatní položky finančního výsledku hospodaření

Mezi ostatní položky finančního výsledku hospodaření patří tržby z prodeje cenných papírů a podílů, prodané cenné papíry a podíly, výnosy z dlouhodobého finančního majetku, výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů, zvýšení/snížení rezerv a opravných položek ve finanční oblasti, výnosové úroky, nákladové úroky, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady.

Tržby z prodeje cenných papírů a podílů, prodané cenné papíry a podíly

Vzhledem k předpokládanému vývoji obou položek ve sledovaném období se počítá během let 2009 až 2016 s konstantní nulovou výší.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku

Do výnosů z dlouhodobého finančního majetku patří v případě společnosti Metrostav a.s. jediná položka, kterou jsou výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a účetních jednotkách pod podstatným vlivem. Pro plánované období se počítá s konstantní hodnotou této položky ve výši 115 mil. Kč.

Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů

V letech 2009 a 2010 se u této položky plánuje 10% nárůst oproti předchozímu roku. Od roku 2011 se pak předpokládá, že hodnota těchto výnosů bude nulová.

Zvýšení/snížení rezerv a opravných položek ve finanční oblasti

Výše této položky je v plánu výkazu zisku a ztráty pro všechny plánované roky stejná, a to nulová.

Výnosové úroky

Tato položka je plánována pomocí váženého průměru hodnot dosažených v letech 2003 – 2008. Vážený průměr byl vyčíslen ve výši 43 815 tis. Kč. Právě tato částka je plánována pro rok 2009. Od roku 2010 se počítá s konstantním čtyřprocentním nárůstem oproti předchozímu období.

Nákladové úroky

Tato položka je plánována pomocí podílu nákladových úroků na konečném stavu úvěrů v letech 2004 – 2007. Průměrný podíl v tomto období činil 3,97 %. Pro plánované

období let 2009 až 2013 se bude vycházet právě z tohoto průměrného podílu, tzn. úroky běžného účetního období se spočítají jako 3,97 % z konečného stavu úvěrů v daném roce.

Ostatní finanční výnosy

Hodnota ostatních finančních výnosů byla vypočítána pro plánované období pomocí kombinace tempa růstu a váženého průměru. Vážený průměr pro tato tempa růstu byl stanoven ve výši 23,8 %. V letech 2009 a 2010 se počítá s nárůstem ostatních finančních výnosů v poloviční výši vypočteného průměru, tzn. ve výši 11,9 %. V následujících třech letech, tj. v letech 2011 až 2013, se počítá rovněž s růstem hodnoty této položky. Růst bude meziročně činit výše zmíněných 23,8 %. Až v roce 2016 dojde k poklesu růstu na 5 %.

Ostatní finanční náklady

Hodnota ostatních finančních nákladů byla vypočítána obdobně jako u ostatních finančních výnosů, tzn. vážený průměr pro tempa růstu této položky byl vyčíslen ve výši 17,9 %. V letech 2009 - 2011 se však počítá s nárůstem pouze ve výši 10 %. V letech 2012 a 2013 se předpokládá opačný průběh, tzn. meziroční pokles hodnoty této položky o 7 %. Výjimkou je opět rok 2016, kdy dojde oproti předchozímu roku k nárůstu o 15 %.

4.2.2.7 Finanční výsledek hospodaření

Výsledek hospodaření z finanční činnosti souvisí se způsobem financování a s finančními operacemi podniku. V případě společnosti Metrostav a.s. sem patří všechny výše uvedené náklady a výnosy z finanční oblasti. V Tab. 4.17 jsou uvedeny vypočítané hodnoty finančního výsledku hospodaření pro jednotlivá léta plánovaného období.

Tab. 4.17 Plán finančního výsledku hospodaření v letech 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Finanční VH	149 510	155 892	168 467	224 895	290 460	287 084

Jak je vidět v Tab. 4.17, finanční výsledek hospodaření v průběhu let 2009 – 2015 postupně narůstal až na hodnotu 290 460 tis. Kč. V roce 2016 pak došlo k mírnému poklesu, a to o 3,376 mil. Kč.

4.2.2.8 Daň z příjmů za běžnou činnost

Daň z příjmů za běžnou činnost se skládá z odložené a splatné daně z příjmů. Hodnota odložené daně z příjmů pro plánované období bude mít nulovou hodnotu. Hodnota splatné

daně se vypočítá v jednotlivých letech jako součet provozního a finančního výsledku hospodaření. Tento součet je dle zákona o dani z příjmů právnických osob zaokrouhlen na celé tisícikoruny dolů. Z tohoto základu se vypočítá daň z příjmů, a to vynásobením sazbou daně příslušnou pro daný rok. V roce 2009 je sazba daně 20 %, od roku 2010 pak sazba daně bude 19 %. Tyto daňové sazby vycházejí z daňové legislativy, přičemž se počítá, že v letech následujících po roku 2010 bude sazba daně stejná jako v roce 2010.

4.2.2.9 Výsledek hospodaření běžného účetního období

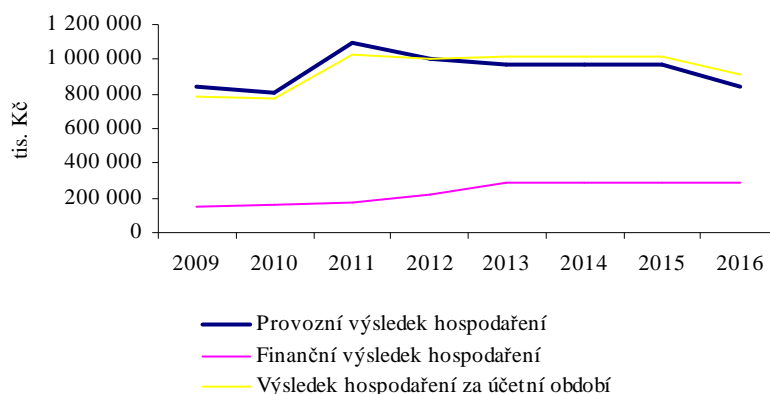
Výsledek hospodaření běžného účetního období se v jednotlivých letech plánovaného období vypočítá jako součet provozního a finančního výsledku hospodaření, od kterého se odečte hodnota splatné daně z příjmů za běžnou činnost. V Tab. 4.18 jsou uvedeny všechny hlavní části, které tvoří výsledek hospodaření běžného účetního období.

Tab. 4.18 Plán výsledku hospodaření běžného účetního období pro léta 2009 – 2016 (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013-2015	2016
Provozní VH	836 575	804 775	1 094 047	1 009 436	964 385	836 711
Finanční VH	149 510	155 892	168 467	224 895	290 460	287 084
Splatná daň z příjmů	197 217	182 527	239 878	234 523	238 421	213 521
VH BÚO	788 868	778 140	1 022 636	999 808	1 016 424	910 274

Z Tab. 4.18 je patrné, že výsledek hospodaření běžného účetního období v jednotlivých plánovaných letech výrazně kolísá. V roce 2009 je počítáno s propadem výsledku hospodaření oproti roku 2008 o 23 003 tis. Kč. Tento výsledek je ovlivněn zejména současným ekonomickým vývojem, který je poznamenán celosvětovou ekonomikou krizí. Dále je možné vidět, že v roce 2010 se rovněž počítá s mírným poklesem VH BÚO. Je to dáno zejména tím, že v prvních dvou letech plánovaného období společnost počítá s dozníváním důsledků ekonomické krize v České republice a tyto důsledky jsou do plánu jednotlivých položek účetních výkazů zakomponovány. Od roku 2011 se pak předpokládá, že se společnost svými hospodářskými výsledky vrátí do hodnot, jež byly dosahovány mezi roky 2006 a 2007 nebo je dokonce překoná. Vývoj plánovaného výsledku hospodaření běžného účetního období (VH BÚO) v čase je graficky zachycen v Obr. 4.7. V obrázku jsou také zachyceny výsledky hospodaření z provozní a finanční činnosti podniku. Z grafu je patrné, že výsledek hospodaření běžného účetního období se od roku 2011 pohyboval na přibližně stejné úrovni okolo 100 mld. Kč. V prvních dvou letech bylo dosaženo nižšího výsledku hospodaření ve srovnání s dalšími roky, jelikož je ve finančním plánu v těchto dvou letech zohledněna současná ekonomická situace v ČR.

Obr. 4.7 Vývoj plánovaného provozního a finančního VH a VH BÚO v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.3 Ocenění podniku metodou DCF-Entity

Metoda *DCF-Entity* je využívána v případech, kdy cílem ocenění je určit tržní hodnotu podniku jako celku, tzn. je oceňován celkový kapitál podniku. Podstatou této metody je diskontování budoucích volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (tj. *FCFF*) pomocí nákladů celkového kapitálu (tj. *WACC*). Informace o budoucím vývoji jsou čerpány z finančního plánu, jehož vytvoření je základním předpokladem pro výpočet hodnoty podniku právě touto metodou. Pomocí finančního plánu totiž mohou být stanoveny *FCFF* pro jednotlivá období. Dalším důležitým krokem je stanovení diskontní sazby, v tomto případě se jedná o výše zmíněné náklady celkového kapitálu.

K ocenění bude využita třífázová metoda, kdy se předpokládá, že první fáze potrvá čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze bude představovat období od osmého roku do nekonečna.

4.3.1 Stanovení *FCFF*

Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (tj. *FCFF*) byl proveden pomocí vzorce (2.42). Veškeré potřebné údaje byly převzaty z finančního plánu, který je obsahem přílohy 3 a 4. Postup výpočtu výsledné hodnoty *FCFF* je pro jednotlivé roky 2009 – 2016 zachycen v Tab. 4.19.

Tab. 4.19 Výpočet FCFF v letech 2009 – 2016 pomocí třífázové metody (v tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
Čistý zisk (EAT)	788 868	778 140	1 022 636	999 808	1 016 424	1 016 424	1 016 424	910 274
Odpisy	165 541	176 769	179 402	187 675	196 629	196 629	196 629	205 502
Δ ČPK	1 046 251	493 518	858 996	706 671	1 012 291	0	0	218 780
Zdaněné úroky	2 382	1 886	1 509	1 131	754	754	754	377
Investice	-316 907	191 957	274 705	323 483	398 051	0	0	194 608
FCFF	227 447	271 320	69 846	158 460	-196 535	1 213 807	1 213 807	702 765

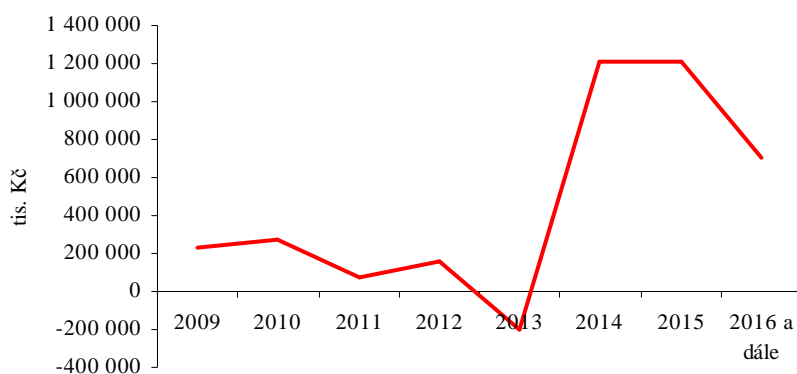
Položky čistý zisk a odpisy byly pro jednotlivá léta převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Pro výpočet zdaněných úroků byla v roce 2009 použita sazba daně z příjmů právnických osob ve výši 20 % dle zákona o daních z příjmů, v letech 2010 - 2016 pak byla použita sazba 19 %. Položka investic odpovídá meziročnímu rozdílu mezi hodnotami dlouhodobého majetku. Výpočet změny čistého pracovního kapitálu je zobrazen v následující Tab. 4.20. Nulové hodnoty investic a změny ČPK v letech 2014 a 2015 jsou dány skutečností, že v těchto letech, jak již bylo zmíněno u finančního plánu, se předpokládá zcela totožný vývoj jako byl naplánován pro rok 2013.

Tab. 4.20 Výpočet změny čistého pracovního kapitálu v letech 2009 – 2013 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Oběžná aktiva	11 467 443	13 013 279	14 076 183	15 627 462	17 133 379	19 026 956	19 026 956	19 026 956	20 256 511
Kr. závazky	7 337 583	7 837 168	8 406 554	9 098 837	9 898 083	10 779 369	10 779 369	10 779 369	11 790 144
ČPK	4 129 860	5 176 111	5 669 629	6 528 625	7 235 296	8 247 587	8 247 587	8 247 587	8 466 367
Δ ČPK	x	1 046 251	493 518	858 996	706 671	1 012 291	0	0	218 780

Vývoj volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele v čase je graficky zaznamenán v Obr. 4.8.

Obr. 4.8 Vývoj FCFF v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.3.2 Stanovení nákladů kapitálu

Stanovení nákladů kapitálu je velmi důležitým krokem pro oceňování podniků, protože právě jednotlivé náklady kapitálu tvoří u výnosových metod diskontní sazbu, která určuje očekávanou výnosnost investice v čase a současně zohledňuje riziko plynoucí z investice. Pro výpočet nákladů kapitálu společnosti je použit stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Bezriziková úroková míra (sazba) byla zjištěna pro všechny roky na webových stránkách www.patria.cz ke dni 2.4.2010 tak, že pro příslušný rok byl vybrán státní dluhopis ČR s datem splatnosti v tomto příslušném roce. Následně byl proveden výpočet aritmetického průměru výnosu do splatnosti při nákupu a výnosu do splatnosti při prodeji daného dluhopisu.

Stanovení rizikových přírážek pro první fázi

- 1) **Bezriziková úroková míra (R_f)** byla zjištěna výše uvedeným způsobem ve výši **2,41 %** pro rok 2009, **1,29 %** pro rok 2010, **1,35 %** pro rok 2011 a **2,30 %** pro rok 2012.
- 2) **Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA})** byla stanovena pro celou první fázi na úrovni **0 %**, a to z toho důvodu, že akciová společnost Metrostav dosáhla výše úplatných zdrojů, v podobě vlastního kapitálu a bankovních úvěrů, v celém tomto období vyšších než 3 mld. Kč.
- 3) **Riziková přírážka za produkční sílu ($R_{podnikatelské}$)** závisí na ukazateli rentability aktiv, tzn. na podílu provozního zisku *EBIT* a celkových aktiv. Tento ukazatel se porovnává s ukazatelem *XI*, jež vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem a který se vypočítá podle vzorce (2.50). Ukazatel *XI* v případě společnosti Metrostav a.s. dosáhl ve všech plánovaných letech první fáze nižší hodnoty než ukazatel rentability aktiv. Jelikož tedy ve všech uvedených letech platí, že $EBIT/A > XI$, pak se $R_{podnikatelské}$ rovná rovněž **0 %**.
- 4) **Riziková přírážka za finanční stabilitu ($R_{finstab}$)** vychází z celkové likvidity společnosti, která se porovnává s mezní hodnotou likvidity odvětví (*XL*)³¹. Na základě minulého vývoje je možné říci, že *XL* se průměrně pohybovalo okolo hodnoty 1,4. Předpokladem pro ukazatel *XL* v letech 2009 – 2012 je právě tato výše hodnoty. Celková likvidita společnosti Metrostav a.s. dosáhla v roce 2009 hodnoty 1,6605,

³¹ Tyto informace jsou dostupné na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (www.mpo.cz) v dokumentu „Finanční analýza průmyslu a stavebnictví“, který ministerstvo každoročně uveřejňuje na svých internetových stránkách.

v roce 2010 hodnoty 1,6744, v roce 2011 hodnoty 1,7175 a v roce 2012 hodnoty 1,7310. Jelikož je ukazatel celkové likvidity společnosti vyšší než průměrný ukazatel mezní hodnoty likvidity odvětví, je $R_{finstab}$ opět rovno ve všech letech první fáze **0 %**.

Stanovení rizikových přírážek pro druhou fázi

- 1) **Bezriziková úroková míra (R_f)** byla, stejně jako v první fázi, zjištěna na webových stránkách www.patria.cz, a to ve výši **2,23 %** pro rok 2013, **2,52 %** pro rok 2014 a **2,96 %** pro rok 2015.
- 2) **Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA})** byla stanovena i pro druhou fázi na **0 %**, a to ze stejného důvodu, jako tomu bylo v případě první fáze, tzn. oceňovaná společnost dosáhla hodnoty úplatných zdrojů vyšší než 3 mld. Kč ve všech letech.
- 3) U **rizikové přírážky za produkční sílu ($R_{podnikatelské}$)** pro druhou fázi rovněž zůstane ponechána hodnota **0 %**, jelikož i zde platí, že v jednotlivých letech je $EBIT/A > XI$.
- 4) **Přírážka za finanční stabilitu ($R_{finstab}$)** zůstane, stejně jako v první fázi, rovna **0 %**, protože ve všech letech druhé fáze je ukazatel celkové likvidity společnosti vyšší než průměrný ukazatel mezní hodnoty likvidity odvětví.

Stanovení rizikových přírážek pro třetí fázi

- 1) **Bezriziková úroková míra (R_f)** pro třetí fázi činí **3,13 %** pro rok 2016.
- 2) **Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA})** byla, stejně jako v předchozích dvou fázích, stanovena na úrovni **0 %**. Opět šlo o stejný důvod, tj. úplatné zdroje společnosti přesáhly hodnotu 3 mld. Kč.
- 3) U **rizikové přírážky za produkční sílu ($R_{podnikatelské}$)** pro třetí fázi rovněž zůstane ponechána hodnota **0 %**, jelikož je $EBIT/A > XI$, tzn. $3,17 \% > 1,55 \%$.
- 4) **Přírážka za finanční stabilitu ($R_{finstab}$)** také zůstane rovna **0 %**, protože i v roce 2016 je ukazatel celkové likvidity společnosti vyšší než průměrný ukazatel mezní hodnoty likvidity odvětví, tzn. $1,7181 > 1,4$.

Všechny výše zmíněné rizikové přírážky včetně bezrizikové úrokové míry jsou zobrazeny v Tab. 4.21. Součástí této tabulky je i hodnota celkových nákladů nezadlužené firmy vypočítaná podle vzorce (2.46). Jedná se tedy o součet dílčích přírážek a bezrizikové sazby, tzn. $WACC_U = 2,41 \%$ pro rok 2009, $WACC_U = 1,29 \%$ pro rok 2010, $WACC_U = 1,35 \%$ pro rok 2011, $WACC_U = 2,30 \%$ pro rok 2012, $WACC_U = 2,23 \%$ pro rok 2013, $WACC_U = 2,52 \%$ pro rok 2014, $WACC_U = 2,96 \%$ pro rok 2015 a $WACC_U = 3,13 \%$ pro

rok 2016. Jak je možné si povšimnout, v případě oceňované společnosti tvoří tyto náklady kapitálu pouze bezriziková úroková míra. Bezriziková sazba představuje výnos, který lze dosáhnout s minimálním rizikem. V tomto případě jde o výnos ze státních dluhopisů České republiky.

Tab. 4.21 Výpočet nákladů kapitálu nezadlužené firmy v letech 2009 - 2016

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
Bezriziková sazba	2,41%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
Rizikové přírůstky								
a) za velikost podniku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
b) za produkční sílu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
c) za finanční stabilitu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
WACC_U	2,41%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%

Jsou-li známy náklady kapitálu nezadlužené společnosti, je možné určit hodnotu nákladů kapitálu zadlužené společnosti pomocí vzorce (2.47). Provedením výpočtu získáme $WACC_L$ neboli diskontní sazbu potřebnou pro diskontování $FCFF$. Součástí Tab. 4.22 jsou veškeré potřebné údaje pro výpočet $WACC_L$ dle vzorce (2.47).

Tab. 4.22 Výpočet nákladů kapitálu zadlužené firmy v letech 2009 - 2016

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
WACC _U	2,41%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
BU + OBL	300 000	250 000	200 000	150 000	100 000	100 000	100 000	50 000
A	16 770 966	18 124 552	20 055 242	22 034 851	24 542 136	24 542 136	24 542 136	26 354 220
t	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
WACC_L	2,40%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%

Poznámka: hodnoty aktiv (A) a bankovních úvěrů a obligací (BU + OBL) jsou uvedeny v tis. Kč

4.3.3 Stanovení hodnoty společnosti

Při ocenění společnosti se předpokládá, že společnosti bude svou činnost provozovat s neomezenou dobou trvání. Vzhledem k možnostem odhadu jsou stanoveny údaje pro tři fáze, kdy první fáze trvá čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze představuje období od osmého roku do nekonečna. Výpočet byl proveden pomocí vzorců (2.31) až (2.34) a vzorce (2.20). Získané hodnoty uvádí následující Tab. 4.23.

Tab. 4.23 Výpočet celkové hodnoty společnosti Metrostav a.s. pomocí třífázové metody DCF-Entity (v tis. Kč)

FCFF	227 447	271 320	69 846	158 460	-196 535	1 213 807	1 213 807	702 765
Náklady celkového kapitálu	2,40%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
Diskontní faktor	0,9766	0,9641	0,9513	0,9299	0,9782	0,9541	0,9267	0,8617
FCFF diskontované	222 125	261 580	66 444	147 352	-192 251	1 158 093	1 124 835	
Hodnota 1. fáze	697 501							
Hodnota 2. fáze	1 944 121							
Pokračující hodnota	22 452 556							
Hodnota 3. fáze	19 347 368							
Hodnota celkem	21 988 990							

Z Tab. 4.23 je zřejmé, že hodnota společnosti Metrostav a.s. k 1. 1. 2009 na bázi třífázové výnosové metody *DCF-Entity* činí 21 988 990 tis. Kč. Hodnota podniku v první fázi činila 697 501 tis. Kč, ve druhé fázi 1 944 121 tis. Kč a ve třetí fázi pak 19 347 368. Pokračující hodnota, udávající hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze, činila 22 452 556 tis. Kč.

4.4 Ocenění podniku metodou DCF-Equity

Metoda *DCF-Equity* je využívána v případech, kdy cílem ocenění je určit tržní hodnotu vlastního kapitálu podniku. Podstatou metody je diskontování budoucích volných peněžních toků pro vlastníky (tj. *FCFE*) pomocí nákladů vlastního kapitálu (tj. R_E). Informace o budoucím vývoji jsou čerpány z finančního plánu, jehož vytvoření je základním předpokladem pro výpočet hodnoty podniku i v případě této metody. Pomocí finančního plánu totiž mohou být stanoveny *FCFE* pro jednotlivá období. Dalším důležitým krokem je stanovení diskontní sazby, v tomto případě se jedná o výše zmíněné náklady vlastního kapitálu.

K ocenění bude opět využita třífázová metoda, stejně jako tomu bylo u výše uvedené metody *DCF-Entity*.

4.4.1 Stanovení *FCFE*

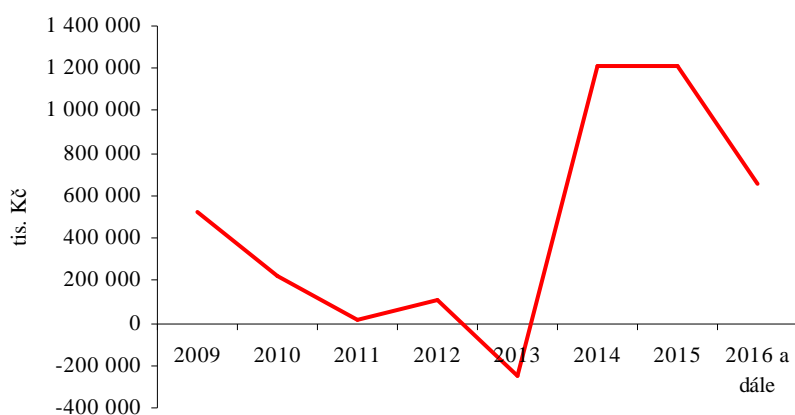
Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky byl proveden dosazením do vzorce (2.39). Veškeré potřebné údaje byly převzaty z finančního plánu, jež je součástí příloh 3 a 4. Postup výpočtu výsledné hodnoty *FCFE* je pro jednotlivé roky 2009 – 2016 zachycen v Tab. 4.24.

Tab. 4.24 Výpočet FCFE v letech 2009 – 2016 pomocí třífázové metody (v tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
Čistý zisk (EAT)	788 868	778 140	1 022 636	999 808	1 016 424	1 016 424	1 016 424	910 274
Odpisy	165 541	176 769	179 402	187 675	196 629	196 629	196 629	205 502
Δ ČPK	1 046 251	493 518	858 996	706 671	1 012 291	0	0	218 780
Investice	-316 907	191 957	274 705	323 483	398 051	0	0	194 608
Saldo úvěrů	300 000	-50 000	-50 000	-50 000	-50 000	0	0	-50 000
FCFE	525 065	219 434	18 337	107 329	-247 289	1 213 053	1 213 053	652 388

Položky čistý zisk, odpisy, změna čistého pracovního kapitálu a investice byly převzaty z Tab. 4.19, jelikož jsou totožné jak při výpočtu *FCFF*, tak při výpočtu *FCFE*. Saldo úvěrů pak bylo převzato z plánované rozvahy jako meziroční přírůstek/úbytek položky bankovní úvěry a výpomoci. Vývoj volných peněžních toků pro vlastníky v čase je graficky zaznamenán v Obr. 4.9.

Obr. 4.9 Vývoj FCFE v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.4.2 Stanovení nákladů kapitálu

Jak již bylo zmíněno výše, v případě metody *DCF-Equity* se k diskontování volných peněžních toků pro vlastníky používají náklady vlastního kapitálu. Výchozím krokem je i v tomto případě výpočet nákladů kapitálu nezadlužené společnosti, tzn. $WACC_U$. K tomu byl opět využit stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu ČR.

Postup výpočtu nákladů kapitálu nezadlužené společnosti i jejich výsledné hodnoty pro jednotlivé roky jsou uvedeny v kapitole 4.3.2.

Jsou-li známy náklady kapitálu nezadlužené společnosti, je možné určit hodnotu nákladů vlastního kapitálu pomocí vzorce (2.48). Provedením výpočtu získáme R_E neboli

diskontní sazbu potřebnou pro diskontování *FCFE*. Součástí Tab. 4.25 jsou veškeré potřebné údaje pro výpočet R_E dle vzorce (2.48).

Tab. 4.25 Výpočet nákladů vlastního kapitálu v letech 2009 - 2016

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
$WACC_U$	2,41%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
UZ/A	0,3473	0,3657	0,3758	0,3823	0,3852	0,3852	0,3852	0,3913
t	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
úroky/(BU+OBL)	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%	3,97%
VK/A	0,3294	0,3519	0,3658	0,3755	0,3811	0,3811	0,3811	0,3894
R_E	2,37%	1,21%	1,30%	2,28%	2,22%	2,51%	2,96%	3,13%

4.4.3 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti

Při ocenění společnosti se předpokládá, že společnosti bude svou činnost provozovat s neomezenou dobou trvání. Vzhledem k možnostem odhadu jsou stanoveny údaje pro tři fáze, kdy první fáze trvá čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze představuje období od osmého roku do nekonečna. Výpočet byl proveden pomocí vzorců (2.31) až (2.34) a vzorce (2.21). Získané hodnoty uvádí následující Tab. 4.26.

Tab. 4.26 Výpočet celkové hodnoty společnosti Metrostav a.s. pomocí třífázové metody DCF-Equity (v tis. Kč)

FCFE	525 065	219 434	18 337	107 329	-247 289	1 213 053	1 213 053	652 388
Náklady vlastního kapitálu	2,37%	1,21%	1,30%	2,28%	2,22%	2,51%	2,96%	3,13%
Diskontní faktor	0,9769	0,9651	0,9528	0,9315	0,9783	0,9543	0,9269	0,8634
FCFE diskontované	512 936	211 776	17 471	99 977	-241 923	1 157 616	1 124 379	
Hodnota 1. fáze	842 160							
Hodnota 2. fáze	1 900 328							
Pokračující hodnota	20 845 848							
Hodnota 3. fáze	17 998 305							
Hodnota celkem	20 740 793							

Z Tab. 4.26 je zřejmé, že hodnota společnosti Metrostav a.s. k 1. 1. 2009 vyjádřená vlastním kapitálem na bázi třífázové výnosové metody *DCF-Equity* činí 20 740 793 tis. Kč. Hodnota podniku v první fázi činila 842 160 tis. Kč, ve druhé fázi 1 900 328 tis. Kč a ve třetí fázi pak 17 998 305. Pokračující hodnota, udávající hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze, činila 20 845 848 tis. Kč.

4.5 Ocenění podniku metodou EVA-Entity

Stejně jako u metody *DCF*, má i metoda dvě varianty, tzn. entity a equity. K výpočtu je nutné stanovit operační výsledek hospodaření (*NOPAT*), čistá operační aktiva (*NOA*) a náklady celkového kapitálu (*WACC*). V případě metody *EVA-Entity* zahrnuje *NOPAT* výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, ale i výnosy věřitelů, tzn. úroky z cizího kapitálu.

4.5.1 Propočet čistých operačních aktiv

Propočet čistých operačních aktiv (*NOA*) je zaznamenán v Tab. 4.27. Postup výpočtu je následující: celková aktiva společnosti Metrostav a.s. se sníží o položky, které jsou uvedené právě v Tab. 4.27 a které je nutné z aktiv odečíst. Odečtením všech příslušných položek se získají čistá operační aktiva. Dalším krokem je pak zjištění průměrných čistých operačních aktiv, které se použijí pro výpočet ekonomické přidané hodnoty. Průměrná operační aktiva se určí jako aritmetický průměr *NOA* k 1.1. daného roku (tj. k 31.12. minulého roku) a *NOA* k 31.12. příslušného roku, pro který chceme určit průměrné *NOA*.

Tab. 4.27 Výpočet *NOA* v letech 2009 - 2016 v tis. Kč

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	15 535 776	16 770 966	18 124 552	20 055 242	22 034 851	24 542 136	24 542 136	24 542 136	26 354 220
- krátkodobé cenné papíry a podíly	3 439 628	4 954 472	5 695 278	6 398 483	7 110 742	8 229 706	8 229 706	8 229 706	8 601 483
- pozenky	131 991	136 036	144 125	152 214	160 303	168 392	168 392	168 392	172 437
- poskytnuté zálohy na DHM	3 216	7 663	15 326	15 786	16 260	16 748	16 748	16 748	17 250
- poskytnuté zálohy na DFM	33 000	7 000	0	6 500	0	30 000	30 000	30 000	0
- krátkodobé závazky	7 337 583	7 837 168	8 406 554	9 098 837	9 898 083	10 779 369	10 779 369	10 779 369	11 790 144
a) závazky z obchodních vztahů	5 992 121	6 591 333	7 250 466	7 975 513	8 773 064	9 650 370	9 650 370	9 650 370	10 615 407
b) závazky ke společníkům ...	180 025	170 813	179 354	206 257	237 196	272 775	272 775	272 775	313 691
c) závazky k zaměstnancům	106 382	101 272	104 319	111 058	118 233	125 871	125 871	125 871	134 002
d) závazky ze sociálního zabezpečení	50 721	56 929	58 625	62 391	66 489	70 753	70 753	70 753	75 307
e) stát - daňová závazky a dodace	18 490	18 490	19 784	21 169	22 651	24 237	24 237	24 237	25 934
f) ostatní závazky (neúročené)	989 844	898 331	794 006	722 449	680 450	635 363	635 363	635 363	625 803
- časové rozlišení pasivní	493 996	150 000	131 000	116 020	104 260	95 081	95 081	95 081	87 971
- dlouhodobé přijaté zálohy	200 000	230 000	184 000	147 200	117 760	94 208	94 208	94 208	75 366
- rezervy (skutečné závazky)	1 069 185	1 055 919	1 067 278	1 078 791	1 090 461	1 102 292	1 102 292	1 102 292	1 114 288
NOA	2 827 177	2 392 708	2 480 991	3 041 411	3 536 982	4 026 340	4 026 340	4 026 340	4 495 281
Průměrné NOA	x	2 609 943	2 436 850	2 761 201	3 289 197	3 781 661	4 026 340	4 026 340	4 260 811

4.5.2 Propočet operačního výsledku hospodaření

Propočet operačního výsledku hospodaření (*NOPAT*) je zaznamenán v Tab. 4.28. Postup výpočtu je následující: provozní výsledek hospodaření je zvýšen, popř. snížen o rezervy a opravné položky v provozní oblasti. Výsledkem této úpravy je operační výsledek hospodaření před zdaněním (*NOPBT*), který je potřeba snížit o daň.

Daň se vypočítá v jednotlivých letech ze základu daně, kterým je právě *NOPBT*, vynásobeného sazbou daně příslušnou pro daný rok. V roce 2009 je sazba daně 20 %, od roku 2010 pak sazba daně bude 19 %. Tyto daňové sazby vycházejí z daňové legislativy, přičemž se počítá, že v letech následujících po roku 2010 bude sazba daně stejná jako v roce 2010. Odečtením vypočtené daně od *NOPBT* je získán operační výsledek hospodaření.

Tab. 4.28 Propočet NOPAT v letech 2009 – 2016 v tis. Kč

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	836 575	804 775	1 094 047	1 009 436	964 385	964 385	964 385	836 711
+ zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	-13 266	11 359	11 513	11 670	11 831	11 831	11 831	11 996
Operační zisk před daní (NOPBT)	823 309	816 134	1 105 560	1 021 106	976 216	976 216	976 216	848 707
- daň	164 662	155 065	210 056	194 010	185 481	185 481	185 481	161 254
NOPAT	658 647	661 069	895 504	827 096	790 735	790 735	790 735	687 453

4.5.3 Propočet roční ekonomické přidané hodnoty

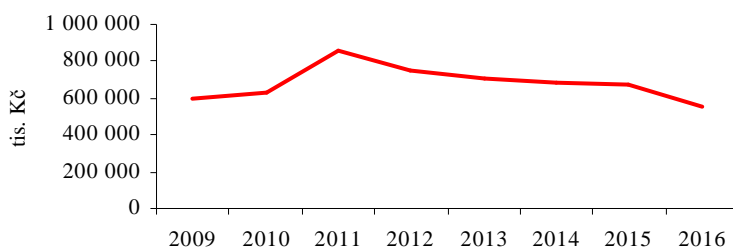
Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty *EVA* byl využit vzorec (2.55). V případě oceňované společnosti byla však nahrazena položka čistých operačních aktiv předchozího období (NOA_{t-1}) průměrným *NOA*, které je vypočítáno v kapitole 4.5.1. Položky potřebné pro výpočet ekonomické přidané hodnoty jsou, včetně výsledné hodnoty *EVA*, součástí Tab. 4.29.

Tab. 4.29 Výpočet ročních EVA v letech 2009 – 2016 v tis. Kč metodou EVA-Entity

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT	658 647	661 069	895 504	827 096	790 735	790 735	790 735	687 453
Průměrné NOA	2 609 943	2 436 850	2 761 201	3 289 197	3 781 661	4 026 340	4 026 340	4 260 811
WACC	2,40%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
EVA Entity	596 008	629 634	858 228	751 444	706 404	689 271	671 555	554 090

Vývoj ekonomické přidané hodnoty vypočítané metodou entity v čase je graficky zaznamenán v Obr. 4.10.

Obr. 4.10 Vývoj EVA Entity v letech 2009 - 2016
(v tis. Kč)



4.5.3 Ocenění vlastního kapitálu podniku na základě EVA-Entity

Jak již bylo zmíněno dříve, k ocenění podniku na základě metody *EVA* bude použita třífázová metoda, kdy platí, že první fáze potrvá čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze bude trvat období od osmého roku do nekonečna.

Prvním krokem ocenění byl výpočet současné hodnoty ročních *EVA* v první a druhé fázi. Jelikož se jedná o metodu *EVA-Entity*, byly jako diskontní faktor použity náklady celkového kapitálu *WACC*. Tyto náklady jsou totožné s těmi, které byly využity u metody *DCF-Entity* a postup jejich výpočtu včetně výsledných hodnot je uveden v kapitole 4.3.2. Součástí tabulky je rovněž i stanovení diskontního faktoru pro třetí fázi.

Všechny tyto zmíněné údaje, včetně výsledné současné hodnoty ekonomické přidané hodnoty, jsou součástí Tab. 4.30.

Tab. 4.30 Současná hodnota EVA v letech 2009 – 2016 v tis. Kč

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
EVA	596 008	629 634	858 228	751 444	706 404	689 271	671 555	554 090
WACC	2,40%	1,29%	1,35%	2,30%	2,23%	2,52%	2,96%	3,13%
Diskontní faktor	0,9766	0,9641	0,9513	0,9299	0,9782	0,9541	0,9267	0,8617
Současná hodnota EVA	582 061	607 030	816 432	698 768	691 004	657 633	622 330	

Dalším krokem bylo zjištění hodnoty 3. fáze. Sečtením hodnot získaných za všechny tři fáze vznikla tržní přidaná hodnota (*MVA*). Následně bylo nutné provést úpravy tržní přidané hodnoty na základě vzorce (2.57), tzn. bylo potřeba přičíst k této hodnotě čistá operační aktiva k datu ocenění (NOA_0) a neoperační aktiva k datu ocenění (A_0), a odečíst úročený cizí kapitál k datu ocenění (CK_0).

Všechny tyto uvedené položky jsou zaznamenány v Tab. 4.31, která představuje tabulkové vyjádření výpočtu hodnoty podniku k 1. 1. 2009 podle vzorce (2.57).

Tab. 4.31 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku k 1.1.2009 v tis. Kč

Současná hodnota 1. fáze	2 704 291
Současná hodnota 2. fáze	1 832 802
Pokračující hodnota (PH)	17 702 556
Současná hodnota PH	15 254 293
MVA	19 791 386
NOA ₀ (k 1.1.2009)	2 827 177
Hodnota podniku brutto	22 618 563
CK ₀ (úročený CK k 1.1.2009)	0
Hodnota podniku netto	22 618 563
A ₀ (neoperační aktiva k 1.1.2009)	3 607 835
Výsledná hodnota VK podniku	26 226 398

Z Tab. 4.31 je zřejmé, že výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2009, vypočítaná pomocí metody *EVA-Entity*, činila 26 226 398 tis. Kč. Hodnota podniku v první fázi činila 2 704 291 tis. Kč, ve druhé fázi 1 832 802 tis. Kč a ve třetí fázi 15 254 293 tis. Kč. Pokračující hodnota, udávající hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze, činila 17 702 556 tis. Kč.

4.6 Ocenění podniku metodou EVA-Equity

Postup při ocenění podniku metodou *EVA-Equity* je podobný, jako tomu bylo u předchozí metody *EVA-Entity*. Rozdílné jsou pouze veličiny použité pro výpočet ekonomické přidané hodnoty a náklady kapitálu, kterými se ekonomická přidaná hodnota diskontuje.

K ocenění bude opět využita třífázová metoda, kdy první fáze trvá čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze představuje období od osmého roku do nekonečna.

4.6.1 Propočet roční ekonomické přidané hodnoty

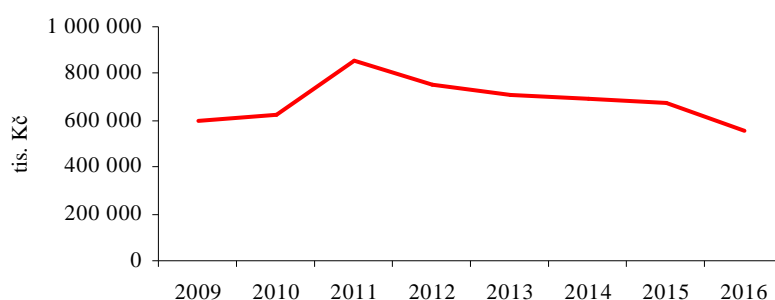
Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty *EVA* byl využit vzorec (2.61). Rozdílem oproti předchozí metody jsou položky tohoto vzorce, kdy je místo operačního výsledku hospodaření použit čistý zisk (*EAT*) a místo čistých operačních aktiv je použit vlastní kapitál, který se však vypočítá právě jako rozdíl průměrných čistých operačních aktiv a úročeného cizího kapitálu. Také na místo nákladů celkového kapitálu byly využity náklady vlastního kapitálu (R_E). Všechny položky potřebné pro výpočet ekonomické přidané hodnoty jsou, včetně výsledné hodnoty *EVA*, součástí Tab. 4.32.

Tab. 4.32 Výpočet ročních EVA v letech 2009 – 2016 v tis. Kč metodou EVA-Equity

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EAT	649 119	653 029	889 072	822 272	787 519	787 519	787 519	685 845
VK (NOA - úročený CK)	2 309 943	2 186 850	2 561 201	3 139 197	3 681 661	3 926 340	3 926 340	4 210 811
R_E	2,37%	1,21%	1,30%	2,28%	2,22%	2,51%	2,96%	3,13%
EVA Equity	594 410	626 469	855 798	750 592	705 806	688 867	671 407	554 064

Vývoj ekonomické přidané hodnoty vypočítané metodou equity v čase je graficky zaznamenán v Obr. 4.11.

Obr. 4.11 Vývoj EVA Equity v letech 2009 - 2016 (v tis. Kč)



4.6.2 Ocenění vlastního kapitálu podniku na základě EVA-Equity

První krok použitý v tomto případě je zcela totožný s tím, který byl popsán v kapitole - 4.5.3. Jelikož se jedná o metodu *EVA-Equity*, byly jako diskontní faktor použity náklady vlastního kapitálu R_E . Tyto náklady jsou totožné s těmi, které byly využity u metody *DCF-Equity* a postup jejich výpočtu včetně výsledných hodnot je uveden v kapitole 4.4.2. Součástí tabulky je rovněž i stanovení diskontního faktoru pro třetí fázi. Všechny tyto zmíněné údaje, včetně výsledné současné hodnoty ekonomické přidané hodnoty, jsou součástí Tab. 4.33.

Tab. 4.33 Současná hodnota EVA v letech 2009 – 2016 v tis. Kč

Položka	1. fáze				2. fáze			3. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 a dále
EVA	594 410	626 469	855 798	750 592	705 806	688 867	671 407	554 064
R_E	2,37%	1,21%	1,30%	2,28%	2,22%	2,51%	2,96%	3,13%
Diskontní faktor	0,9769	0,9651	0,9528	0,9315	0,9783	0,9543	0,9269	0,8634
Současná hodnota EVA	580 679	604 605	815 404	699 176	690 490	657 386	622 327	

Dalším krokem bylo opět zjištění hodnoty 3. fáze. Sečtením hodnot získaných za všechny tři fáze vznikla, stejně jako v předchozím případě, tržní přidaná hodnota (*MVA*).

Následně bylo nutné provést její úpravy na základě vzorce (2.58), tzn. bylo potřeba přičíst k této hodnotě vlastní kapitál k datu ocenění (VK_0) a neoperační aktiva k datu ocenění (A_0). Všechny tyto uvedené položky jsou zaznamenány v Tab. 4.34, která představuje tabulkové vyjádření výpočtu hodnoty podniku k 1.1.2009 podle vzorce (2.58).

Tab. 4.34 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu podniku k 1.1.2009 v tis. Kč

Současná hodnota 1. fáze	2 699 864
Současná hodnota 2. fáze	1 835 244
Pokračující hodnota (PH)	17 704 087
Současná hodnota PH	15 285 709
MVA	19 820 817
VK_0 (k 1.1.2009)	2 827 177
A_0 (neoperační aktiva k 1.1.2009)	3 607 835
Výsledná hodnota VK podniku	26 255 829

Z Tab. 4.34 je zřejmé, že výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2009, vypočítaná pomocí metody *EVA-Equity*, činila 26 255 829 tis. Kč. Hodnota podniku v první fázi činila 2 699 864 tis. Kč, ve druhé fázi 1 835 244 tis. Kč a ve třetí fázi 15 285 709 tis. Kč. Pokračující hodnota, udávající hodnotu firmy za třetí fázi k počátku třetí fáze, činila 17 704 087 tis. Kč.

4.7 Výsledná komparace a interpretace metod

K ocenění podniku byly vybrány metody *DCF-Entity*, *DCF-Equity*, *EVA-Entity* a *EVA-Equity*. Výsledkem první uvedené metody je tržní hodnota celkového kapitálu podniku. U ostatních metod výsledek představuje tržní hodnotu vlastního kapitálu podniku. Zjištěné výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 4.35 a následně jsou porovnány jak vzájemně mezi sebou, tak i s účetními hodnotami zachycenými v účetních výkazech k 31. 12. 2008.

Tab. 4.35 Srovnání použitých metod pro ocenění společnosti Metrostav a.s. k 1. 1. 2009 (v tis. Kč)

Hodnota podniku	Metody DCF		Metody EVA		Účetní hodnota
	entity	equity	entity	equity	
Hodnota celkového kapitálu	21 988 990	x	x	x	16 770 966
Hodnota vlastního kapitálu	x	20 740 793	26 226 398	26 255 829	5 524 328

Jak je možné si všimnout v Tab. 4.35, je hodnota celkového kapitálu společnosti Metrostav a.s., vypočítaná pomocí metody *DCF-Entity* k 1. 1. 2009, stanovena ve výši 21 988 990 tis. Kč. Účetní hodnota celkového kapitálu, zachycená v rozvaze, činila 16 770 966 tis. Kč. Rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou podniku je tedy 5 218 024 tis. Kč.

Pomocí metody *DCF-Equity* pak byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu podniku k 1.1.2009, jež činila 20 740 793 tis. Kč. Rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou (tj. 5 524 328 tis. Kč) je v tomto případě výraznější, než u předchozí metody, a činí 15 216 465 tis. Kč. Ve srovnání s hodnotou celkového kapitálu, vypočítanou podle metody *DCF-Entity*, je možné říci, že vlastní kapitál se na celkovém kapitálu podniku podílí velmi značnou měrou. Je to dáno zejména skutečností, že v roce 2008 společnost Metrostav a.s. nevyužívala žádné úročené cizí zdroje v podobě bankovních úvěrů a výpomocí.

U obou metod *EVA* je výsledkem hodnota vlastního kapitálu podniku. Jak je patrné z tab. 4.35, výsledné hodnoty vlastního kapitálu vypočítané pomocí *EVA-Entity* a *EVA-Equity* jsou velmi podobné a činí 26 226 398 tis. Kč, resp. 26 255 829 tis. Kč. Rozdíl mezi těmito položkami vyplývá zejména ze skutečnosti, že u metody *EVA-Entity* byl pro výpočet operačního výsledku hospodaření, který je důležitý pro stanovení ekonomické přidané hodnoty, použit provozní výsledek hospodaření zvýšení o nákladové úroky, zatímco v případě metody *EVA-Equity* byl využit zisk snížený o nákladové úroky. Vliv měly také rozdílné náklady kapitálu u jednotlivých metod.

Hodnoty vlastního kapitálu, vypočítané pomocí metody ekonomické přidané hodnoty, jsou výrazně vyšší než hodnota zachycená v účetních výkazech. Příčin může být několik, například v případě odpisů dlouhodobého majetku může dojít k situaci, kdy účetní hodnota majetku je nulová a tudíž není vykázána v účetnictví podniku, ale majetek je ve skutečnosti nadále využíván a vykazuje určitou reálnou hodnotu. Problematická jsou v tomto případě i těžko ocenitelná aktiva, mezi která se řadí například goodwill. Tato aktiva mají vliv na výsledky hospodaření podniku, ale účetní výkazy je neobsahují.

Obecně by mělo platit, že výsledné hodnoty podniku vypočítané pomocí metod *DCF* a *EVA* by měly dosahovat přibližně stejné výše. V tomto případě tomu tak není, a to z toho důvodu, že metody *DCF* vycházejí pouze z účetních dat, tzn. vychází se zde z účetního provozního výsledku hospodaření a nikoli z operačního výsledku hospodaření (tj. *NOPAT*), a nejsou zde provedeny žádné úpravy rozvahy ani výkazu zisku a ztráty, jako tomu bylo u metody *EVA*. V případě, že by tyto úpravy byly při výpočtu metod *DCF* zachyceny, vedly by obě metody ke stejnému, nebo alespoň přibližně stejnému výsledku.

Z Tab. 4.35 rovněž vyplývá, že účetní hodnota vlastního i celkového kapitálu k 31.12.2008, resp. k 1.1.2009 je nižší než hodnoty vypočítané jednotlivými metodami. V případě vlastního kapitálu je tento rozdíl několikanásobně vyšší. Tuto situaci je ale možné označit za zcela normální, jelikož účetní data vůbec neobsahují tržní ocenění.

Závěrem je možné konstatovat, že hodnota vlastního kapitálu společnosti Metrostav a.s. by se měla pohybovat mezi hodnotou účetní, tj. 5 524 328 tis. Kč, a nejvyšší tržní hodnotou, tj. 26 255 829 tis. Kč, jež byla spočítána metodou *EVA equity*.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo posoudit jak finanční, tak ekonomickou situaci společnosti Metrostav a.s. a stanovit její tržní hodnotu k 1. lednu 2009 prostřednictvím vybraných metod, kterými jsou metody diskontovaných peněžních toků DCF-Entity a DCF-Equity a metoda ekonomické přidané hodnoty EVA, rovněž v provedení Entity a Equity.

Pro všechny metody byla v práci využita třífázová varianta, kdy se předpokládalo, že první fáze bude trvat čtyři roky, druhá fáze tři roky a třetí fáze od osmého roku do nekonečna. Důvodem pro ocenění společnosti byla skutečnost, že společnost v budoucnu uvažuje o využití bankovního úvěru k obnově svého dlouhodobého hmotného i nehmotného majetku.

Diplomová práce je rozčleněna do tří kapitol.

První kapitola je zaměřena na obecné základy oceňování podniku včetně popisu postupu při ocenění.

Druhá kapitola je pak zaměřena na základní charakteristiku oceňované společnosti a na odvětví, ve kterém společnost působí. Součástí kapitoly je i strategická analýza, včetně analýzy makroprostředí a mikroprostředí.

Třetí kapitola je věnována samotnému procesu ocenění společnosti Metrostav a.s. pomocí vybraných metod ocenění a jejich vzájemné komparaci. Její nedílnou součástí je finanční analýza a dlouhodobý finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Finanční plán je sestaven na období let 2009 – 2016.

K ocenění společnosti Metrostav a.s. byly využity čtyři metody, tj. metoda DCF-Entity, DCF-Equity, EVA-Entity a EVA-Equity. Pomocí těchto metod byl oceněn vlastní kapitál společnosti, s výjimkou metody DCF-Entity, pomocí které byla oceněna společnost jako celek. Výsledné hodnoty dle jednotlivých metod jsou uvedeny v tab. 3.35. Tyto hodnoty jsou pak v rámci tabulky srovnány i s účetní hodnotou, zachycenou v rozvaze k 1. 1. 2009, resp. k 31. 12. 2008.

Ve všech případech bylo zjištěno, že účetní hodnota celkového i vlastního kapitálu je nižší než hodnota tržní. V případě vlastního kapitálu byl rozdíl téměř pětinasobný. Nejvyšší hodnota vlastního kapitálu byla vypočtena pomocí metody EVA-Equity, tj. 26 255 829 tis. Kč. Naopak nejnižší byla právě účetní hodnota, tj. 5 524 328 tis. Kč. Z toho vyplývá, že výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku, např. při jeho prodeji, by se měla pohybovat právě v tomto rozmezí.

Pomocí metody DCF-Entity byla vypočtena hodnota celkového kapitálu podniku ve výši 21 988 990 tis. Kč. Oproti tomu účetní hodnota celkového kapitálu byla k 1. 1. 2009

vyčíslena ve výši 16 770 966 tis. Kč. Rozdíl v tomto případě není tak markantní, jako tomu bylo v případě vlastního kapitálu. Jelikož je tato metoda jediná, pomocí které je oceněn celkový kapitál společnosti, je možné provést její srovnání pouze s metodou DCF-Equity. Na základě tohoto srovnání je možné říci, že hodnota cizího kapitálu společnosti je 1 248 197 tis. Kč. Jelikož u metod DCF nebyly provedeny žádné opravy výkazu zisku a ztráty ani rozvahy, jako v případě metody ekonomické přidané hodnoty, nelze provést mezi těmito metodami podobné srovnání.

Jelikož je ve všech případech (tzn. u celkového kapitálu, vlastního kapitálu i cizích zdrojů) účetní hodnota nižší než tržní hodnota, znamená to, že veškerý kapitál společnosti je podhodnocený.

Obecně by mělo platit, že výsledné hodnoty podniku vypočítané pomocí metody DCF a EVA by měly dosahovat přibližně stejné výše. V tomto případě tomu tak není z důvodu, že metody DCF vycházejí z účetního provozního výsledku hospodaření a nikoli z operačního (tj. NOPAT), a nejsou zde provedeny žádné úpravy rozvahy ani výkazu zisku a ztráty, jako tomu bylo u metody EVA. V případě, že by tyto úpravy byly při výpočtu metod DCF zachyceny, vedly by obě metody ke stejnému, nebo alespoň přibližně stejnému výsledku.

Seznam použité literatury

a) knihy

1. BREALEY, Richard A.; MEYRS, Stewart C. *Teorie a praxe firemních financí*. 1. vydání. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
2. BREALEY, Richard A.; MEYRS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, c1996. ISBN 0-07-007417-8.
3. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C.H. Beck. 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
5. KISLINGEROVÁ, Eva; HNILICA, Jiří. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 str. ISBN 80-7179-321-3.
6. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
7. MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
8. MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. 1. vydání. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
9. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007. 120 str. ISBN 978-80-247-1386-1.

b) internetové zdroje

1. ARAD – systém časových řad [online]. 2003-2009 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <<http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>>.
2. Hlavní měnové a fiskální ukazatele ČR – BusinessInfo.cz [online]. 23.2.2010 [cit. 2010-03-17]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/analyzy-statistiky/hlavni-menove-a-fiskalni-ukazatele-cr/1000431/49262/#TOP>>.
3. Kurzy devizového trhu – měsíční průměry – Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR>.

4. *OKEČ – Odvětvová klasifikace ekonomických činností – iPodnikatel.cz* [online]. 20.8.2007 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <<http://www.ipodnikatel.cz/ocec-odvetvova-klasifikace-ekonomickych-cinnosti.html>>.
5. *MPO, analýzy vývoje ekonomiky v ČR a odvětví působnosti MPO* [online]. 6.1.2006 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument1795.html>>.
6. *MPO, analýzy vývoje ekonomiky v ČR a odvětví působnosti MPO* [online]. 9.5.2006 [cit. 2010-03-13]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument7912.html>>.
7. *MPO, analýzy vývoje ekonomiky v ČR a odvětví působnosti MPO* [online]. 21.4.2008 [cit. 2010-03-13]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument35578.html>>.
8. *MPO, analýzy vývoje ekonomiky v ČR a odvětví působnosti MPO* [online]. 19.5.2009 [cit. 2010-03-12]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument47753.html>>.
9. *MPO, stavebnictví (statistiky, evropské předpisy a další)* [online]. 23.7.2009 [cit. 2010-03-15]. Dostupné z: <<http://www.mpo.cz/dokument62883.html>>.
10. *Seznam OKEČ – BusinessInfo.cz* [online]. 2007–2010 [cit. 2010-03-17]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cz/ocec/>>.
11. *Učební materiál – Ekonomika – Mikroprostředí podniku* [online]. 18.9.2008 [cit. 2010-03-17]. Dostupné z: <<http://www.janska.estranky.cz/clanky/ekonomika/mikroprostredi-podniku>>.
12. NOVÁK, Daniel. *V desítce největších stavebníků střední Evropy jsou čtyři z Česka TOP 100 – stavební činnost (Česko)* [online]. 26.10.2009 [cit. 2010-03-17]. Dostupné z: <<http://www.estav.cz/zpravy/new/stavebni-firmy-stredni-evropa-zebricek.html>>.
13. VAŠÍČKOVÁ, Anna. *MPO, analýzy vývoje ekonomiky v ČR a odvětví působnosti MPO* [online]. 27.4.2007 [cit. 2010-03-12]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument19321.html>.
14. ZÁZVORKA, Petr. *Fórum českého stavebnictví 2008* [online]. 04/08 [cit. 2010-03-11]. Dostupné z: <<http://www.casopisstavebnictvi.cz/clanek.php?detail=882>>.

Seznam zkratek a symbolů

Δ	změna
A_0	neoperační aktiva k datu ocenění
APM	arbitrážní model oceňování
APV	upravená současná hodnota
BÚ	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí zdroje (kapitál)
CK_0	úročené cizí zdroje k datu ocenění
CK dld.	cizí zdroje dlouhodobé
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
d	sazba daně z příjmů
D	úročené cizí zdroje
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DIV	dividenda
DPH	daň z přidané hodnoty
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBIT	zisk před úhradou úroků a daněmi (provozní zisk)
EBT	zisk před zdaněním
EU	Evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
$FCFE_U$	volné peněžní toky pro vlastníky nezadlužené firmy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FH	fázová hodnota
g	tempo růstu
H_n	hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA

HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra (obecné vyjádření)
INV	investice
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operační aktiva
NOA_0	čistá operační aktiva k datu ocenění
NOPAT	operační výsledek hospodaření
NOPBT	operační výsledek hospodaření před daní
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PP	peněžní prostředky
PH	pokračující hodnota
R	náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)
R_D	náklady dluhu
R_E	náklady vlastního kapitálu
$R_{E(n)}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
R_F	bezriziková úroková míra
$R_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu na bázi likvidity
R_i	náklady kapitálu pro jednotlivé fáze
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za produkční sílu
R_U	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
S	rozdíl mezi čerpáním a splátkami dluhu
T	počet let zahrnutých do výpočtu
TS	daňový štít
Ú	nákladové úroky
ÚZ	úplatné zdroje

V	hodnota podniku
VK (E)	vlastní kapitál
VK ₀	vlastní kapitál k datu ocenění
w _t	váhy přiřazené jednotlivým obdobím
WACC	náklady celkového kapitálu (průměrné náklady kapitálu)
WACC _U	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
WACC _L	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
XL	průměrná celková likvidita v odvětví průmyslu
Z	trvale udržitelný zisk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30.4.2010

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Marty Krásové 4455/21, Ostrava-Poruba, 708 00

Seznam příloh

Příloha 1	Dceřiné společnosti Metrostav a.s.
Příloha 2	Organizační struktura Metrostav a.s. k 1. 2. 2010
Příloha 3	Souhrnné účetní výkazy společnosti pro roky 2003 - 2008
Příloha 4	Plán rozvahy na roky 2009 - 2016
Příloha 5	Plán výkazu zisku a ztráty na roky 2009 – 2016